

LEUVENSE ECONOMISCHE
STANDPUNTEN

1987/39

KENTERING IN DE WESTERSE
ECONOMIE

Louis BAECK

mei 1987

D/1987/2020/06



INHOUDSTAFEL

- I. Requiem voor het monetarisme ?
- II. De Verenigde Staten
- III. Japan
- IV. De Bondsrepubliek Duitsland
- V. Het inbinden van de inflatie
- VI. Exuberantie in de financiële bovenbouw
 - 1. Het beleidsveld
 - 2. De financiële bovenbouw in transnationale expansie
 - 3. Volume- en prijsexplosie op de internationale kapitaalbeurzen
 - 4. Nabeschouwing over de Belgische beurs
- VII. Het wisselkoers dossier
 - 1. Precisering van het krachtenveld
 - 2. Het Europees Muntstelsel
 - 3. Het dollardebat
- VIII. Toekomstperspectief

I. REQUIEM VOOR HET MONETARISME ?

Deze studie analyseert het extern economisch onevenwicht van de westerse kernlanden. In de jaren zeventig werden economische onevenwichten hoofdzakelijk toegeschreven aan externe schokken (olieprijsliften) of aan interne scheeftrekkingen in de overlegeconomie (bv. door optrekking van het arbeidsaandeel in het nationaal inkomen ver boven de arbeidsproduktiviteit) of aan een te alomvattend en weelderig overheidsbeleid, alsook aan de draaglast van het loodzware gewicht van de welvaartsstaat die de draagkracht van de marktsector aantast.

De recessie van 1980-82 was de diepste economische inzinking na de tweede wereldoorlog. De economische scheeftrekkingen van de jongste vijf jaren volgend op deze recessie, zijn hoofdzakelijk het resultaat van de incoherentie in het macro-economisch beleid van de kernlanden. Maar het zou nogal simplistisch zijn in deze scheefgroei alle zonden van Israël op te zadelen aan de beleidslieden. De faling is ten dele ook toe te schrijven aan de economische theorieën, die het beleid schragen en als trendsetter fungeren in de publieke opinie. Het monetarisme dat zich als redder en mentor aandienende na een overdosis van keynesianisme, was in feite niet zo doeltreffend als het leek. Het heeft de inflatie gedempt, jawel. Maar dit ten koste van enorme werkloosheid en van externe onevenwichten (1).

- (1) Na een incubatieperiode van ongeveer vijftien jaar (zie de eerste publicaties van M. Friedman, Essays in Positive Economics, Chicago, 1953) kwam op het eind van de jaren zeventig, een snelle doorbraak van het monetarisme. In de Verenigde Staten schitterde het tijdens een korte periode (1979-82) tijdens dewelke P. Volcker, de topman van de Federal Reserve het voor het zeggen had. (Zie de visie van een insider, met name M. Feldstein, "The retreat from keynesian economics" in The Public Interest, september, 1981). Sinds 1983 moest Volcker de macht (en de beleidslijn) reeds delen met de aanbodeconomen. Groot-Brittannië en Duitsland daarentegen bleven langer trouw aan het zuivere monetarisme.

In de loop der jaren tachtig is dit onevenwicht tot onrustwekkende verhoudingen uitgegroeid. De balansen van de internationale handelsstromen tussen de Verenigde Staten, West-Duitsland en Japan zijn uit de haak gesprongen, met enorme deficits alhier en even problematische surplussen aldaar. Kenmerkend is de bruuskheid waarmee deze volumineuze onevenwichten zich hebben gemanifesteerd (2).

Tabel 1 : Evolutie van de externe balansen (a)

Land	1980	1982	1984	1986
Verenigde Staten				
- Lopende rekening	1.9	-9.2	-101.6	-145.0
- Handelsbalans	-25.2	-36.5	-108.2	-169.8
Japan				
- Lopende rekening	-10.7	6.9	35.0	81.7
- Handelsbalans	2.2	18.1	44.4	86.3
Duitsland				
- Lopende rekening	-16.0	3.4	6.2	32.5
- Handelsbalans	9.0	26.8	23.2	53.2
Frankrijk				
- Lopende rekening	-4.2	-12.1	-0.7	3.7
- Handelsbalans	-13.4	-15.0	-3.8	-2.6
Groot-Brittannië				
- Lopende rekening	8.7	9.8	1.2	-0.3
- Handelsbalans	3.7	4.2	-5.4	-11.7

(a) In miljarden V.S. dollar.

Bron : OESO-statistieken.

- (2) De voorliggende studie vormt het derde deel van een drieluik gewijd aan de westerse economie. Voor de twee voorgaande zie : L. BAECK, De VS en de EG : vergelijking op lange termijn, Leuvense Economische Standpunten, n°34, juni 1985 en L. BAECK, De westerse economie, anno 1986, in V. Van Rompuy (ed.), Actuele Economische problemen : Theorie en Politiek, Universitaire Pers, Leuven, 1986.

De aanzuivering van deficits en surplussen in de internationale handelsbalansen veroorzaakt een ingrijpende heroriëntering in de financiële stromen, waarbij de V.S. nemer en de twee overige landen verschafter zijn van internationale liquiditeiten. De Japanse economie heeft zich ontpopt als een kapitaalexporteur van formaat. Gans nieuw is ook het feit dat het reservevalutaland van het Westen, met name de Verenigde Staten, sinds eind 1984, netto kapitaal-importeur is geworden. In de Verenigde Staten werken nu drie deficits op elkander in :

- a. De lage netto spaarquote van de gezinnen is een bewijs van de hoge consumptieneiging en verwekt een deficit tussen spaar- en investeeervolume. De Amerikaanse samenleving is op consumptie van goederen en van diensten ingesteld.
- b. De hoge consumptieneiging werd door de belastingsverlaging van Reaganomics nog gestimuleerd. Reaganomics liet ook de overheidsconsumptie zorgeloos opspiralen, zodat een aanzienlijk overheidsdeficit volgde. De relatief lage spaarquote der gezinnen, gekoppeld aan de financieringsbehoefte van de overheid om haar deficit te dichten met leningen en overheidspapier, verwekt een belangrijke "crowding out" in de Amerikaanse geld- en kapitaalmarkt.
- c. De lage spaarneiging of de hoge consumptiedruk van gezinnen en overheid hebben de V.S.-economie sinds 1982 omgeschakeld tot een enorme zuigeeconomie, die financiële middelen en goederenstromen opslorpt uit de rest van de wereld. Vandaar ook het handelsdeficit om aan de goederenvraag te voldoen, en de kapitaalimport om een deel van de factuur te betalen.

De drie deficits van de Amerikaanse economie zijn dus onderling verbonden en zijn het gevolg van het aldaar gevoerde macro-economisch beleid. Sinds de naoorlogse periode is de economie van de Verenigde Staten nog nooit zo afhankelijk geweest van de overige kernlanden van het Westen. De economie had het tot voor kort vooral over de functionering van "kleine" open economieën. Hierbij voegt zich nu het model van "de grote" open economie, met name de Verenigde Staten. In

de V.S. zijn de koersveranderingen heftiger en brutaler dan in Europa, wat naar buiten groter schokgolven verwekt.

Tabel 2 : Opslordingseffect van het deficit in privé sparen en in het overheidsbudget

	1980	1982	1986
Verenigde Staten			
- Overheidsdeficit (a)	-1.2	-3.8	-3.4
- Crowding out (b)	21.6	69.8	72.6
Japan			
- Overheidsdeficit	-4.5	-3.6	-1.5
- Crowding out	28.2	26.0	9.5
Duitsland			
- Overheidsdeficit	-2.9	-3.3	-1.0
- Crowding out	35.9	45.4	11.9
Frankrijk			
- Overheidsdeficit	0.0	-2.7	-2.9
- Crowding out	0.0	40.9	12.8
Groot-Brittannië			
- Overheidsdeficit	-3.5	-2.3	-3.1
- Crowding out	34.4	30.0	36.3

(a) In percent van het nationaal produkt.

(b) Het overheidsdeficit in percent van het globale (netto) privé sparen.

Bron : OESO-statistieken.

De tabellen 1 en 2 illustreren duidelijk de uiteenlopende economische resultaten van de kernlanden :

- a. Opmerkelijk en tot op zekere hoogte ook problematisch zijn de enorme surplussen van Japan en Duitsland inzake externe balansen ; hun snelle afbouw van het overheidsdeficit na de recessie van 1980-82 ; hun overvloed aan interne liquiditeiten

- (spaaroverschotten) voor de privésector, na aftrek van de financiering der overheidsbehoeften.
- b. In Frankrijk is het beleid herhaalde malen van koers veranderd. Het extern deficit van de recessie 1980-82 is ongeveer weggewerkt. Maar inzake budgetpolitiek van de overheid verliep het grilliger. Bij het aantreden van de socialisten in 1981 liep de officiële spaarpot van de vorige regering vlug leeg. Sinds de "cohabitation" noteert men evenwel een terugdringen van de overheid in de economie, gevolgd door een exuberante privatisering.
 - c. Groot-Brittannië heeft zijn externe balansen tijdens de recessie van 1980-82 positief kunnen houden, dank zij de hooggeprijsde petroleumexport. Maar na 1985 spiraalde de aardolieprijs naar beneden en zakte de olierente als aandeel in de export. Groot-Brittannië schijnt, zoals de V.S., een probleem te hebben inzake internationale competitiviteit. Vooral in het domein van de industriële goederen noteert de Engelse economie een groot internationaal handelsdeficit. Ook op het vlak van het overheidsbudget scoren Japan en Duitsland betere resultaten dan Groot-Brittannië. Maar de inflatiedemping was indrukwekkend.

In de markten van wisselkoersen is de kentering niet minder ingrijpend en betekenisvol. De dollarverhouding tegenover de andere twee van de G-3 (dus de verhouding \$/DM en \$/Y) leek turbulent (3). In een eerste fase werden de bilaterale wisselkoersen gestuwd door een krachtige klim, met als top februari 1985, gevolgd door een steile val. Deze tuimelingen tussen de drie belangrijkste numéraires in het internationale krachtenveld, hebben het vertrouwen in de weldoende werking van de zwevende wisselkoersen een flinke deuk gegeven.

Dit heeft mede tot gevolg dat de theoretische straling van het monetarisme aan luister heeft ingeboet. Het monetarisme heeft slechts aandacht voor één hefboom, met name de stabiele geldvolumenorm, met "benign neglect" voor andere parameters van het financiële

(3) DM staat voor Deutsche Mark en Y staat voor Yen.

krachtenveld, zoals wisselkoersen en intrestvoeten. Maar het zweven is te turbulent en te hinderlijk gebleken. In feite werd het met stille trom begraven in het Louvre, tijdens de samenkomst van de G-5. Daar werd het voeren van een wisselkoerspolitiek terug op het beleidsbord gezet door de financiële en monetaire verantwoordelijken.

Het systeem van internationaal gecoördineerde wisselkoersen (Bretton Woods) werd ontwricht door het sterk uiteenlopend macro-economisch beleid van de kernlanden. Bij gebrek aan internationale eensgezindheid of discipline inzake beleidsdoelen (bv. de keuze tussen groei, inflatie, werkloosheid) en beleidsinstrumenten (wisselkoerspolitiek, intrestvoetpolitiek, enz.) leek het afstappen naar een praktijk van zwevende wisselkoersen een handige uitwijkformule. De voorstanders zagen er een middel in om straffeloos een nationaal beleid naar eigen goeddunken te voeren, met "benign neglect" van de externe gevolgen voor het buitenland. De regering Thatcher opende de stoet. De Verenigde Staten volgden een hybridere formule. In de eerste fase kwam een monetaire inbinding (opgezet door P. Volcker) gekoppeld aan fiscale en budgettaire ontstroeving, geïnspireerd door de aanbodeconomen. Hiermede stapten de Reagan-republikeinen af van hun geloof in het evenwichtsbudget. De artificiële opjutting van intern verbruik, de stijgende kapitaalimport, en het verwaarlozen van de export brachten de onevenwichten.

Duitsland en Japan ontwikkelden een deugdelijker (?) beleid: monetaire inbinding gekoppeld aan een restrictieve budgetpolitiek. Duitsland betaalt deze deflatoire afkoeling, zoals de meeste landen van Europa, met grote werkloosheid. Japan heeft overdreven in de exportdrift, ten nadele van de interne markten. Dus heeft geen enkel economie van de G-5 een vlekkeloos palmares te tonen.

De uiteenlopende macro-economische beleidsnormen van de G-5 landen brachten de wisselkoersmarkten op drift. Enkele Europese landen waren voorstander van demping der fluctuaties en sloten zich aan bij het EMS. Geactiveerd door de steeds volumineuzer internationale

kapitaalbewegingen gingen de wisselkoersen steeds maar onstuimiger zweven. Na vijftien jaar zweven lijken de meest enthousiaste piloten van de G-5 (Thatcher, Reagan) nu ook duizelig. De overeenkomst in het Louvre (Parijs, 22 februari 1987) wijst erop dat de kernlanden een minimum aan stabiliteit en dus aan coherentie-discipline als wenselijk beschouwen.

Belangrijk is dat de verschuiving in de handels- en financiële stromen, met hun destabiliserend effect op de reservevaluta, ook een verandering brengt in de manier waarop de verschillende partijen de onderlinge machtsverhoudingen inschatten. De Amerikaanse hegemonie, die tot halfweg de jaren zestig steunde op een onbetwist militair en economisch overwicht, werd ook als legitiem aanzien door de westerse partners. Tijdens de periode 1945-65 hebben de V.S. hun hegemoniale rol voortreffelijk en efficiënt gespeeld.

Maar sinds het begin van de jaren zeventig is hierin verandering gekomen. Het eerste geschillendossier werd gepresenteerd door de Franse president. Charles de Gaulle lanceerde zijn ophefmakende banvloek over "le privilège exorbitant" van Amerika dat zijn munt, die als reservevaluta diende, uitsluitend begon te gebruiken in het eigenbelang. De tweede economische rel kwam op het eind van de jaren zeventig, met de Duitse kanselier Helmut Schmidt. Op basis van de locomotief-theorie werden Duitsland en Japan verzocht hun economie aan te zwengelen om deze van Amerika uit haar recessieve inzinking te halen. De hedendaagse versie van de locomotief-strategie is erop gericht Duitsland en Japan als motor te gebruiken, om het extern onevenwicht van de Amerikaanse economie te helpen aanzuiveren.

In verantwoordelijke kringen van Duitsland heeft men dit verzoek met nauwelijks verholen irritatie naast zich gelegd. Zowel Stoltenberg (Minister van Financiën) als Pöhl (President Bundesbank) stellen dat de VS vooreerst hun wanordelijk macro-economisch beleid op meer interne en externe coherentie moeten afstemmen. De Amerikanen worden dus verzocht het eigen huis in orde te brengen, d.w.z. eerst te vegen voor eigen deur. Het extern onevenwicht van de Verenigde Staten en de

storingseffecten die ervan uitgaan op de financiële stromen en wisselkoersen, worden in Europa en Japan door beleidslieden en door een steeds ruimer publiek ingeschat als een uiting van "ontaarde hegemonie".

De beleidslieden van West-Europa en Japan zaten er verlegen bij toen de krachtige woordenvloed van Reaganomics na de steile dalwaartse tuimel van de dollar, steeds maar holler begon te klinken. De beleidsverantwoordelijken van Frankrijk, die reeds lang hadden aangedrongen op initiatieven voor management van de wisselkoersen, haalden hun slag thuis en werden gastheer van het Louvre-akkoord. De vraag is of dit akkoord een nieuw tijdperk van medebeheer tussen de partners van G-3 of van G-5 inluidt. Is het een terugslag van de slinger, weg van het economisch nationalisme naar meer internationale coördinatie, of is het louter lippendienst zonder doeltreffende praxis ?

In het eerste deel van deze studie analyseren we de economische kentering van de drie kernlanden in meer detail, alsook de mogelijke manoeuvreerruimte van de beleidsinstanties. In het laatste deel van dit schrift richten we onze aandacht op de exuberante ontwikkeling van de financiële bovenbouw. De periode 1960-73 was er een van vlotte groei van de produktiviteit in de reële sfeer met volledige tewerkstelling van arbeidskrachten, maar met een begin van inflatie. De volgende fase (1973-82) was een periode van stagflatie met externe prijsschokken waaronder vooral de olieprijsliften.

Sinds het begin van de jaren '80 hebben de Europese economieën eerst (1980-82) een insnijdende recessie gehad in de reële sfeer. Deze werd gevolgd door een relance met matige groei (1983-87), maar met hoge werkloosheid en weinig stimulus vanuit capaciteitsuitbreidende investeringen. De financiële bovenbouw daarentegen wordt sinds 1982 gekenmerkt door exuberante groei. De transnationale uitbouw en de integratie van de geld- en kapitaalmarkten is in stroomversnelling. En de meeste beurzen voor kapitaalaandelen staan bol. Ook dit is een merkwaardige kentering.

II. DE VERENIGDE STATEN

Bij het aantreden van Reagan ontwierpen de VS de volgende krachtlijnen :

- a. Strijd tegen de inflatie door in een eerste fase (1980-82) een krappe geldpolitiek gebaseerd op een monetaristisch geïnspireerde geld(krediet)-volumenorm (4). De plafonds gesteld aan de intrestvoeten werden afgeschaft, en een vrijmakende deregulering van de financiële reglementering werd nagestreefd. De monetaire breideling bracht de intrestvoet op drift.
- b. Fiscale ontlasting, gekoppeld aan verhoogde uitgaven van de overheid lieten meer ruimte voor consumptie. De opgejutte bestedingen van gezinnen en overheid stimuleerden de groei van de economie. Maar het kweekte tevens een aanzienlijk overheidsdeficit. Ter financiering van het deficit begon de Amerikaanse overheid financiële middelen op te zuigen zodat relatief weinig liquiditeiten overbleven voor investering. De "crowding out" van de overheid op de geld- en kapitaalmarkt versterkte de opwaartse stuw van de intrestvoeten. En het intrestverschil met de lagere intrestvoeten in Europa en Japan fungeerde als magneet bij het aantrekken van buitelandse kapitaal.
- c. Vraagstimulering via overheidsbestedingen, ter aanzwengeling van de laagconjunctuur.

De conjunctuuraanzwengeling sloeg krachtig aan en er volgde een economische relance die aandacht trok door haar vitaliteit. Na twee jaar euforie (1982-84) werden in 1985 de eerste rimpels zichtbaar. De gelijktijdige verwezenlijking van monetaire inbinding, van fiscale ontlasting en van vraagstimulering door de overheid leek incoherent en onhoudbaar op lange termijn. Na

-
- (4) Reagan heeft de monetaristische lijn met P. Volcker overgeërfd. Deze was er reeds mee begonnen in 1979. Na 1982 liet Reagan het zuivere monetarisme los en kregen de aanbodeconomen met een beleid van fiscale ontlasting zijn zegen. Uit protest verliet zijn economische topadviseur (M. Feldstein) het Witte Huis en keerde terug naar de rustiger campus van Harvard.

enkele jaren zou het beleid onvruchtbaar blijken en steunen op onevenwichten in twee centrale grootheden :

- tussen het volume van sparen en van investeren ;
- tussen fiscale inkomsten en budgetuitgaven.

Deze beide onevenwichten verwekten een grote vraag naar geld en krediet. Zij intensifieerden de reeds door monetaire breideling omhoogspiralende Amerikaanse intrestvoeten. Zoals gezegd, trok het intrestverschil de internationale kapitaalbewegingen aan. De Amerikaanse economie profileerde zich in de periode 1982-'85 als veilige en rendabele haven voor belegging van internationaal papier. Deze aantrekking van internationaal kapitaal naar de V.S. bracht een opwaartse drift in de dollarkoers.

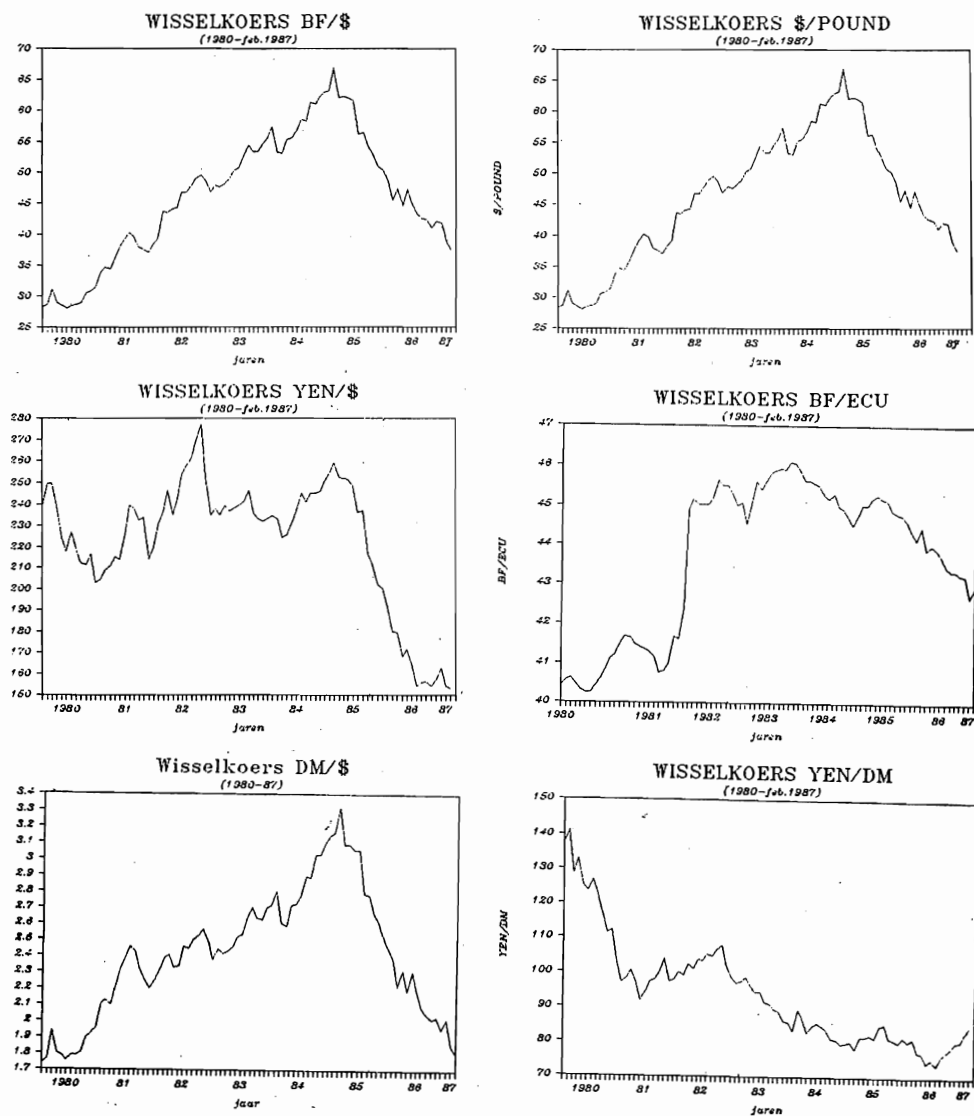
In figuur 1 worden de evoluties in enkele bilaterale verhoudingen tussen wisselkoersen geïllustreerd. De klim van de dollar tegenover de Duitse mark en de Japanse yen (1980-85) kan men duidelijk aflezen. Vanuit het dieptepunt op 3 januari 1980 (1 \$ = Dfl.71) spiraalde de Amerikaanse dollar naar het zenith van DM3.29 op 26 februari 1985. Daarna begon een steile dalvaart. Op het eind van januari 1987 noteerde de dollar slechts DM 1.83.

Tabel 3 : Evolutie van de wisselkoersen

Wisselkoersen	Wisselkoersen tegenover de VS-\$		
	feb. '85	eind jan '87	in %
VS-dollar	-	-	-
D-mark	3.29	1.83	- 44
L-Sterling	0.91	0.66	- 27
Fr. Franc	10.07	6.66	- 39
J-Yen	260	153	- 41

Bron : Morgan Guaranty Trust.

Figuur 1 : Evolutie van wisselkoersen



Dus de schijnbare sterkte van de dollar berustte op broze en onevenwichtige macro-economische rekeningen (enorm overheidsdeficit en dito onevenwicht in de handelsbalans), die sinds het begin van 1985 in de kijker kwamen. De internationale beleggers in Amerikaans portfolio-papier, die de deficits financierden, kregen het koud aan de voeten en begonnen aan te dringen op matiging.

Reagan handelde snel en brutaal : Volcker kreeg wat schaduw en ter vervanging van Financie-minister Regan trad een nieuwe persoonlijkheid aan, met name James Baker (5). Deze was voorstander van een geleidelijke dollardevaluatie, teneinde de "external imbalance" recht te trekken. De Amerikaanse hoogconjunctuur was ondertussen uitgeblust. Maar verschillende sectoren hadden er niet van genoten, omwille van de overgewaardeerde dollar.

Dit was vooral het geval voor :

- de exportindustrie ;
- de landbouw, die zonder exportstimuli kwijnt ;
- de petroleumindustrie, die dubbel schade leed :
vooreerst de olieprijsdaling en ten tweede omwille van de dollarklim, die de import goedkoop maakte.

Baker werd vanuit de industriële basis van Texas (petroleum) naar Washington vooruitgeschoven en begon de dollar naar beneden te praten. In klare taal liet hij verstaan dat onder zijn leiding de dollar onrembaar dalwaarts mocht gaan. Dit om het handelsdeficit te dichten. Baker vroeg ook locomotief-hulp (bestedingsstimulering) vanwege Duitsland en Japan. Als stok achter de deur gebruikte hij de dreiging van Amerikaanse protectiemaatregelen. Op het eind van

(5) De journalistieke "lekken" naar aanleiding van Irangate informeren ons dat president Reagan de verschillende en vaak tegenstrijdige stromingen in zijn regering en staf van het Witte Huis de controverses zonder leiding onderling laat uitvechten. Maar op het vlak van de "show" naar buiten leek alles gestroomlijnd.

januari 1987 noteerde de dollar slechts nog 1.83 DM, wat een daling betekent van 44 % tegenover februari 1985.

Het ogenblik lijkt ons gekomen om het V.S.-handelsdeficit van meer nabij te bekijken. Vooreerst dient gezegd dat de V.S. vroeger reeds deficitfasen heeft gekend, met name in de jaren 1958-63 en 1966-73. Maar het extern onevenwicht was toen nog niet van dezelfde afmeting.

Tabel 4 : Opsplitsing van de Amerikaanse handelsbalans (a)

Landengroep	1980	1983	1986
Japan	- 12.2	- 21.7	- 58.6
Canada	- 6.6	- 14.3	- 23.3
EG-10	+ 16.3	- 0.4	- 34.1
Duitsland	- 1.3	- 4.5	- 16.2
Frankrijk	+ 1.9	- 0.3	- 3.7
Latijns-Amerika	+ 4.8	- 14.7	- 13.6
Pacifiek (b)	- 4.1	- 12.6	- 37.4

(a) in miljarden dollar.

(b) Hong Kong, Zuid-Korea, Singapore en Taiwan.

Bron : US Department of Commerce.

Ongeveer de helft van het globale Amerikaanse deficit spruit voort uit de tekorten met Japan en Duitsland. De derde grote deficitzone is de Pacifiek. Voor Duitsland en Japan zal de gewijzigde koersverhouding mettertijd drukken op hun export naar de V.S. Maar voor het onevenwicht met Canada en met de landen van de Pacifiek, alsook tegenover enkele Latijns-Amerikaanse landen speelt het argument van de wisselkoers minder.

Voor de periode gaande van februari 1985 tot eind 1986 is de waardeverandering van de dollar tegenover deze landen als volgt verlopen :

Taiwan	- 4 %	Mexico	+ 45 %
Zuid-Korea	+ 4 %	Brazilië	- 4 %
Hong Kong	- 1 %	Venezuela	+ 54 %

Tegenover sommige van deze handelspartners is het wisselkoerseffect nog averechts, d.w.z. dat de dollar tegenover de munten van Mexico, Venezuela en in mindere mate van Zuid-Korea, nog klimt en de export afremt. Tegenover Brazilië, Taiwan en Hong Kong wordt lichte afbrokkeling genoteerd. Met Canada, één van de belangrijkste handelspartners is de situatie ongeveer neutraal. Deze complexe wisselkoersevolutie verklaart de trage aanpassing van de Amerikaanse handelsbalans. De dalende dollarwaarde tegenover de Japanse yen en de Duitse mark staan in de kijker maar tegenover sommige munten is de dollar recentelijk nog opgewaardeerd.

Trouwens, allerlei statistieken wijzen erop dat het extern onevenwicht niet alleen aan scheve wisselkoersen is te wijten. Het extern onevenwicht van de Amerikaanse economie wortelt dieper.

1. De landbouw die vanouds zorgde voor een flink surplus zag dit smelten door allerlei verschuivingen :
 - a. Vooreerst de vermelde evolutie van de wisselkoers.
 - b. De stijgende overproductie in landbouwprodukten van West-Europa alsook de toegenomen voedselautonomie van vroegere invoerders uit de Amerikaanse markt.
 - c. De crisis in de Amerikaanse landbouw verwekt door overinvestering op basis van bankkrediet.

De handelsbalans voor landbouwprodukten (miljarden \$) evolueerde als volgt :

	<u>1980</u>	<u>1983</u>	<u>1986</u>
Export	41.3	36.1	23.6
Import	17.4	16.5	20.2
Balans	23.8	19.6	3.4

De exportcapaciteit is dus verzwakt, terwijl de invoer van landbouwprodukten toegenomen is.

2. In de industriële balans ligt de zaak enigszins anders : de export van industrieprodukten stagneert, terwijl de import enorm toegenomen is.

	<u>1980</u>	<u>1983</u>	<u>1986(a)</u>
<u>Balans</u>	+ 19	- 13	- 132
<u>Uitvoer</u>	144	132	147
- automobielen	16	17	22
- verbruiksgoederen	16	13	14
- kapitaalgoederen	73	67	76
<u>Invoer</u>	125	163	278
- automobielen	27	41	77
- verbruiksgoederen	34	45	76
- kapitaalgoederen	30	41	76

(a) In miljarden dollar ; voor 1986 de eerste negen maanden op jaarbasis.

Uit deze cijfers lezen we af dat de Amerikaanse export stagneert en de import, ook in kapitaalgoederen, enorm is toegenomen. Een deel van de Amerikaanse verbruikers zijn dus overgeschakeld op ingevoerde industriële goederen. Zij zullen deze niet zo vlug ontrouw worden, tenzij na een aanzienlijke prijsverandering.

Verschillende economische analisten, ook in de V.S., hebben de aandacht gevestigd op deze afbrokkeling van de Amerikaanse internationale competitiviteit. Zelfs de grootste en meest prestigieuze ondernemingen - zo b.v. IBM - ontsnappen niet aan deze inzinking van de concurrentiecapaciteit. In aansluiting bij het in de jaren zeventig gevoerde "produktiviteitsdebat" is in de Verenigde Staten nu een "internationaal competitiviteitsdebat" losgekomen.

Onzes inziens is het onevenwicht van de externe rekeningen slechts één der problemen. Het onevenwicht in het overheidsbudget (overheidsstimulering van verbruik) en dit van de ondernemingen en gezinnen hebben tot gevolg dat de Amerikaanse economie boven haar stand leeft (6). Het verbruik uit de nationale markt wordt aangevuld met geïmporteerde consumptie- en kapitaalgoederen.

(6) Voor een evaluatie van de theoretische lauweren na 1982, zie : W.C. Peterson & P.S. Estenson, "The recovery : supply-side or keynesian ?" in Journal of Post-keynesian Economics, summer, 1985.

ECONOMISCH

E. van Eynde
P-2000

De combinatie van relatief lage spaarquote en sterk stijgende importquote heeft een dubbel gevolg :

- a. Groot import/export deficit.
- b. Kapitaaldeficit.

In 1985 was het globale inlandse spaarvolume gelijk aan 505.5 miljard en de import van internationaal sparen (kapitaalimport) bedroeg 125 miljard dollar of 25.1 % van de inlandse spaarquote. In het eerste trimester van 1986 bleef deze coëfficiënt 25.1 % in het tweede trimester was deze geklommen tot 34.1 %, maar in het derde trimester betekende kapitaalimport reeds 53.5 % van het netto gezinssparen.

De uitzuivering van het Amerikaanse externe onevenwicht lijkt me dus niet mogelijk door wisselkoerserschikking alleen, d.w.z. door het vrij laten neerspiralen van de dollar. Deze uitzuivering vereist ook een ombuiging van macro-economische variabelen op de interne markt :

- a. Door een correctie, d.w.z. afslanking van het overheidsdeficit.
- b. Door een matiging van het verbruik, wat dempend zal werken op de import en dus op het extern deficit.

Het is zeer de vraag of de Amerikaanse beleidslieden hiertoe bereid zijn, nu president Reagan verzwakt is door een vertrouwenscrisis en de volgende presidentsverkiezingen in het zicht komen. De Democratische Partij heeft electorale winst geboekt bij de tussentijdse verkiezingen van november 1986, en zij staan een actiever industriebeleid voor. Het is te vrezen dat de Verenigde Staten de gemakkelijkheidsformule nemen, met name een bescherming van de eigen produktie en markt, bij middel van protectionisme.

III. JAPAN

Japan is een export-gestimuleerde economie bij uitstek. Dit blijkt duidelijk uit de ongelijke groei van intern verbruik enerzijds en van het exportvolume anderzijds. Berekend op het basisjaar 1980 (index = 100) evolueerden beide grootheden van 1980 tot eind 1986 als volgt :

- globale stijgingscoëfficiënt van het intern verbruik : 20 % ;
- globale stijgingscoëfficiënt van de export : 49 %.

Het is dus een zeer op export gerichte groei, met relatief zwakke stimuli vanuit de binnenlandse markt. Dit overwegend op export gericht groeimodel werd de jongste maanden in vraag gesteld :

1. Vooreerst door de Amerikaanse beleidslieden. Japan zal tegenover de V.S. in 1986 een surplus in de handelsbalans produceren van ongeveer 60 miljard dollar. Dit is 72 % van het globale Japanse surplus en 41 % van het Amerikaanse deficit. De steile daling van de dollar tegenover de yen (of de sterke opwaardering van de yen in de Amerikaanse markt) kan niet zonder afbrokkelingseffect blijven op de Japanse export naar de V.S.
2. In Japan zelf zijn er ook groepen die het nut van de export-gerichtheid relativeren en die mikken op de verbetering van de levensstandaard in eigen land.

De financieel-monetaire beleidslijn hiervoor vertoont een dubbel luik :

- a. Versterking van de munt in de internationale markten of opwaardering van de yen.
- b. Een beleid van lage intrestvoeten.

Op industrieel vlak stoot Japan sinds een decennium de voorbijgestreefde basisindustrie af. Nu is het de beurt aan de onrendabele verwerkende nijverheid. De afgestoten bedrijvigheid wordt herbegonnen in de Japanse invloedzone, met name in Zuid-Korea, in Taiwan en in Indonesië.

Het enorme exportsurplus heeft Japan tot koploper gepromoveerd inzake kapitaalexport. Deze steunt voornamelijk op twee "filières" :

- De indirecte beleggingen in portfoliopapier. Japan is op dit ogenblik de voornaamste buitenlandse kredietverschaffer aan de Verenigde Staten, hoofdzakelijk bij middel van belegging in grote hoeveelheden Amerikaans overheidspapier.
- De directe investeringen in fabrieken en in financiële instellingen (banken) in het buitenland.

Op het einde van 1985 bedroegen de directe buitenlandse investeringen van Japan ongeveer 84 miljard dollar. De spreiding over de continenten is als volgt :

Noord-Amerika :	32.2 %
Azië :	23.3 %
Latijns-Amerika :	18.7 %
Europa :	13.2 %
Oceanië :	5.1 %
Afrika :	4.0 %
Midden-Oosten :	3.6 %

Bron : The Bank of Tokyo.

Japan is dus niet enkel een exportsucces. Het is tevens een actieve stuwer inzake transnationale spreiding (extensivering) :

- van de industriële produktiestructuren door het inplanten van verwerkende nijverheid ;
- van de geld- en kapitaalmarkten, door het vestigen van banken in het buitenland.

Op het vlak van de buitenlandse investeringen in Europa is Japan nog het kleine broertje in vergelijking met de V.S. De vergelijking van de directe investeringen van Japan en de V.S. in Europa liep als volgt :

	<u>Japan</u>	<u>V.S.</u>
Totaal Europa (a)	11.00	106.80
Verenigd Koninkrijk	3.14	33.96
Duitsland	1.34	16.75
Nederland	1.69	7.06
Luxemburg	1.22	0.46
Frankrijk	0.82	7.83
België	0.74	5.11
Zwitserland	0.66	16.23
Spanje	0.51	2.60
Ierland	0.26	3.75
Italië	0.18	5.64
En ongespecificeerd	-	-

(a) In miljarden dollar.

Bron : The Bank of Tokyo.

De Japanse exportgroei is ten dele te wijten aan goede prijs-kwaliteitverhoudingen in de export van goederen. Maar de export heeft ondermeer ook gefloreerd op een ondergewaardeerde yen vooral tijdens 1975-85. Sinds 1986 is de yen aan het opwaarderen tegenover de dollar. Aangezien het Japanse exportsurplus grotendeels met de V.S. loopt, zijn er voor Japan moeilijker tijden in het verschiet.

Bekeken vanop afstand vertoont het exportsucces van Japan iets krampachtigs. Tot voor kort werkte het hele land met mercantilistische ijver en discipline aan het exportsurplus, mede gestimuleerd door een ondergewaardeerde wisselkoers. Meerdere tientallen miljarden van het surplus werden belegd in Amerikaans overheidspapier, dat sinds de opwaardering van de yen tegenover de dollar (1986), ongeveer 40 % in waarde is gedaald. Dit is een illustratie van het feit dat exportsurplussen op zichzelf geen zegen betekenen. En indien ze de perken te buiten gaan, zoals in het geval van Japan, komt er vroeg of laat een afroming.

De vraag is hoe lang nog de doorsnee Japanner de consumptie blijft afremmen, om hard te sparen en te werken om exportsurplussen te kweken die de bevolkingen van andere landen, b.v. van de Verenigde Staten,

toelaten boven hun stand te leven. Er zijn tekenen die erop wijzen dat de jonge generatie in Japan minder bezeten is van de puriteinse geest der ouderen. Ook zij blijven niet onbesmet van de consumptiegeest, de zogenaamde "economics of joy" die de VS-economie kenmerkt.

IV. DE BONDSREPUBLIEK DUITSLAND

Duitsland is de dominante volkshuishouding van de EG. Haar munt de Duitse mark (DM) is de toonaangevende valuta in het EMS. De export speelt er, zoals in Japan, ook de belangrijkste rol als groeimotor. De onderstaande jaarlijkse groeicoëfficiënten van export en van binnenlands verbruik illustreren de verschillende dynamiek van beide.

	<u>Export</u>	<u>Binnenlands Verbruik</u>
1955-59	13.2 %	9.3 %
1960-64	7.3 %	5.6 %
1965-69	8.9 %	5.1 %
1970-74	8.1 %	4.2 %
1975-79	3.4 %	3.9 %
1980-85	5.7 %	0.9 %

Bron : Bundesbank.

De tweede helft van de jaren zeventig vormt een uitzondering op de trendontwikkeling van 1955-74 waarbij de exportgroei ruim hoger ligt dan de groei van het intern verbruik. De olieprijsliften, de monetaire en fiscale laksheid, de daarop volgende inflatoire groei en de loondrift, stimuleerden het intern verbruik op een buitensporige manier, zodat de export erdoor werd geremd.

In de periode (1980-85) werd de beleidslijn omgebogen :

- naar een zuiver monetarisme met strakke breidelings van het geld- en kredietvolume ;
- naar afslanking van het overheidsdeficit en naar meer ruimte voor het marktmechanisme (de-regulering) ;

- naar loon- en inkomensmatiging om het intern verbruik af te remmen en om middelen vrij te maken voor de exportgroei.

De hogervermelde cijfers illustreren duidelijk deze ommekeer voor 1980-85. De coëfficiënt van de exportgroei ligt ongeveer vijf maal hoger dan deze van de toename in het intern gebruik.

Deze trendcijfers versluieren evenwel de conjuncturele bewegingen. Van 1980 tot eind 1982 dook de Duitse economie in een insnijdende laagconjunctuur, met lichte negatieve groei van het BNP en met 4.5 % negatieve groei in het binnenlands verbruik. Sinds de conjuncturele herneming van 1983 groeit de Duitse economie op een matige jaarlijkse toename van het BNP schommelend tussen 2.5 à 3 % per jaar.

Opmerkenswaardig is dat de jongste opwaartse conjunctuurbeweging van de kernlanden (1983-86) gepaard gaat met een merkelijke daling van het inflatiepeil. Deze desinflatoire groei is een nieuw verschijnsel in het naoorlogs gebeuren. Het verschillend profiel van het groeimodel tussen V.S. en Europese landen (hierin staat vooral Duitsland model) kan als volgt worden geschematiseerd :

Duitsland

1. Monetaristische strakke geldnorm, relaxering in 1986.
2. Afslanking overheidsdeficit, naar minieme verhoudingen.
3. Groei gericht op export mercantilisme.
4. Grote werkloosheid met lage arbeidsabsorptie.
5. Extern surplus, met kapitaalexport.

Verenigde Staten

1. Monetaristische strakke geldnorm, relaxering sinds half 1983.
2. Vergroting overheidsdeficit, met stimulering bestedingen.
3. Groei gericht op verbruik : ethos van consumptiesamenleving.
4. Soepele arbeidsabsorptie met relatief lage werkloosheid.
5. Extern deficit, met kapitaalimport.

De ontwikkeling van 1980-86 werd doorkruist door hevige wisselkoersschommelingen, door ongewone evoluties in de intrestvoeten en door een insnijdende afbrokkeling van de aardolieprijzen. Aangezien de buitenlandse handel in Duitsland \pm 35 % betekent van het BNP, hebben de valutaverschuivingen en variaties in grondstoffenprijzen er een grotere inwerking dan in de V.S. waar de economische "openheid" slechts 12 % van het BNP bedraagt.

Tabel 5 : Duitse Ruiltermen (1980 = 100)

	Import	Export	Ruiltermenindex
1981	114	105	92
1982	116	111	95
1983	115	113	98
1984	123	116	95
1985	126	120	97
1986	94	115	121

Bron : Bundesbank.

Tijdens de laagconjunctuur van 1980-82 had de Bondsrepubliek te kampen met de negatieve ruiltermen-effecten van de tweede olieprijslift (1979-80). Daarenboven maakte de dollarklim van 1980 tot begin 1985 de import van grondstoffen (overwegend in \$ gefactureerd) duurder. Maar er waren compensaties : de overgewaardeerde dollar bracht een vlottere uitvoer naar de Amerikaanse markt. De meest opmerkelijke evolutie is evenwel de recente verbetering in ruiltermen tijdens het jaar 1986 : de index van de importprijzen daalde aanzienlijk zodat de index van de ruiltermen steeg met 24 punten.

De daling van het inflatiepeil evolueerde naar -0.5 % in de index der kleinhandelsprijzen. In het jaar 1986 is deze niet enkel een gevolg van de (ondertussen minder strakke) monetaire politiek, doch ook een gevolg van "ingevoerde" desinflatie. De steile daling van de dollar en van de aardolieprijzen maakt de importfactuur voor Duitsland in het jaar 1986 dus veel lichter. Maar aangezien dit een eenmalige evolutie is, zal deze kentering in de toekomst minder effect hebben. De

Bundesbank vreest dan ook een hernemen van lichte inflatie voor 1987 van + 1.5 %.

Tabel 6 : Duitse Export naar de EG (1986)

Lidstaat	(a)	Dekkingsindex (b)
Frankrijk	11.9	133.3
Nederland	8.7	94.6
Verenigd Koninkrijk	8.5	149.4
Italië	8.2	112.0
België - Luxemburg	7.1	125.7
Denemarken	2.4	161.4
Spanje	2.3	164.2
Griekenland	1.0	160.0
Portugal	2.6	108.3
Ierland	0.5	82.1

(a) Procentueel aandeel van export in totaal.

(b) Index (basis = 100) van uitvoer gedeeld door invoer.

Bron : Bundesbank.

De cijfers van tabel 6 tonen dat de DM met de meeste lidstaten van de EG een ruim exportsurplus heeft. Dit verklaart ook de opwaartse drift van de DM binnen het EMS. Tegenover Nederland dat het in de buitenlandse handel met Duitsland goed doet, is deze opwaardering begrijpelijkerwijze getemperd. Vermits het grootste aandeel van de Duitse export naar de overige EG-lidstaten gaat, weegt de dollarafbrokkeling hierin minder door dan in Duitse officiële kringen wordt beweerd. In feite blijft het dollar-gevoelige exportaandeel relatief gering tegenover het totaal.

Op financieel-monetair vlak werd tijdens 1980-85 een strak deflatorisch beleid gevoerd, met sinds 1986 een lichte ontstoeving. In de Bundesbank heeft de conservatieve vleugel die aanstuurt op inbinding van geld- en kredietvolume (met als aanvoerder vice-president en monetarist H. Schlesinger) duidelijk de bovenhand. De strijd tegen de inflatie op basis van een

stringente geldvolumepolitiek en van budgettaire inbinding heeft vruchten afgeworpen : beteugeling van de inflatie, versteviging van de externe positie : exportsurplus en opwaardering van de DM. Maar de hoge werkloosheid werpt een lange schaduw.

De uitslag van de verkiezingen (26 januari 1987) en de internationale druk kunnen hierin misschien verandering brengen. In de meeste kernlanden is de invloed van de monetaristische geldvolumepolitiek aan het tanen (7). De aanbodeconomen daarentegen hebben met hun ideeën over fiscale ontlasting, de-regulering, privatisering en flexibilisering van de arbeidsmarkt, de wind in de zeilen. Wellicht wordt de interne en externe druk op het beleid van Bonn steeds maar indringender om het roer ook in die richting om te buigen. In het jaar 1986 heeft de Bundesbank het been stijf gehouden, uit vrees van beschuldigd te worden van autonomieverlies tegenover de politieke druk uit de Verenigde Staten. Hierin kan verandering komen : immers het voorzittersambt van Pöhl loopt in 1987 ten einde.

De Minister van Financiën, G. Stoltenberg, is verzwakt uit de verkiezingen gekomen, wat als electorale straf doorgaat voor zijn te principiële starheid. Na vier jaar hoogconjunctuur schakelt de Duitse economische groei over naar een lusteloos ritme, de export krijgt het moeilijker, met kans op meer werkloosheid. Dit schaduwrijke perspectief zou Stoltenberg en Pöhl ertoe kunnen bewegen het roer om te buigen naar een meer activerend beleid met aanbodeeconomische overtonen : fiscale ontlasting en budgettaire versoepeling. Niet alleen in Washington hoopt men dat dit vlug gebeurt,

- (7) De monetaristische stelling over de stabiliteit van de vraag naar geld werd op basis van econometrisch onderzoek in Groot-Brittannië en de V.S. in vraag gesteld. Ook de variabiliteit in de omloopsnelheid ligt hoger dan verondersteld. Zie ondermeer P. Evans : "Money, output and Goodhart's law : the US experience" in The Review of Economics and Statistics, febr., 1985, en D. Hendry & N. Ericsson, "Assertion without empirical basis : an econometric appraisal of monetary trends in the UK" in International Finance Discussion Papers, n° 270, FRS, december, 1985.

ook enkele partners van het EMS zullen de hierdoor verminderde opwaartse drift van de DM welkom heten.

V. HET INBINDEN VAN DE INFLATIE

In de periode 1965-79 kon men jaarlijks stijgende prijzen noteren. De jaren tachtig daarentegen zullen in de annalen gekend staan als een fase van afnemende prijsstijging, d.w.z. als jaren van desinflatie. Na de insnijdende recessie van 1980-82 kwam de economische herleving van 1983-86. Deze is de eerste opgaande conjunctuurencyclus van de naoorlogse periode met een dalend inflatieritme. Op het einde van 1986 was het jaarlijks ritme van prijsstijging gedaald tot 1.3 % in de V.S., tot 0.1 % in Japan, tot 1.6 % in Frankrijk en in Groot-Brittannië. In Duitsland noteerde men zelfs een absolute prijsdaling van 0.5 %.

Daarenboven was deze opgaande conjunctuurencyclus ook nog uniek op basis van volgende kenmerken :

Tabel 7 : Evolutie van kosten en prijzen (a)

Land	Arbeids- kost	Prijzen grond- stoffen	Prijs Ener- gie	BNP-de- flator
Verenigde Staten	10.8	-10.5	-40.6	12.4
Japan	3.9	-34.7	-54.6	5.3
Duitsland	3.4	-8.2	-39.8	9.2
Frankrijk	20.3	-	-34.9	27.2
Groot-Brittannië	15.3	-11.5	-17.9	17.2

(a) Cumulatieve procenten over de periode juli 1982 tot maart 1986.

Bron : OESO-statistieken.

1. De hoge werkloosheid verzwakte de positie van de syndicaten, wat slechts een matige stijging van de nominale lonen uitlokte. De nominale loonstijging bleef in alle kernlanden beneden de deflator van het BNP, wat betekende dat de reële lonen afbrokkelden. Over de in tabel 7 beschouwde periode daalden de reële lonen in de Verenigde

Staten met 1.6 %, in Japan met 1.4 %, in Duitsland met 5.8 %, in Frankrijk met 6.9 % en in Groot-Brittannië met 1.9 %.

2. De prijzen van de grondstoffen ondergingen een reële daling en de aardolieprijzen kenden in 1986 een ineenstorting.

De relatieve daling van de interne produktiekosten (reële lonen) en van de geïmporteerde grondstoffen van energie, had voor gevolg dat de ruiltermen verbeterden, dat de winstmarges van de bedrijven toenamen en dat de gezinnen ook profiteerden van de prijsdaling voor aardolie. De daling van de energieprijzen (zie tabel 7) betaald in de verbruikerslanden door ondernemingen en gezinnen is wel aanzienlijk, maar de prijsinstorting in de internationale aardoliemarkten is nog indrukwekkender.

Hiernavolgend geven we de prijsevolutie van aardolie (in dollar per vat).

	1973	1974	1978	1981	1983	1986
In courante \$	2.7	10.8	12.7	39.8	29.0	13.6
In vaste \$	2.7	9.1	7.4	16.1	15.2	5.5

De cijfers van de onderste rij, d.w.z. uitgedrukt in koopkrachtvaste dollar (basis 1983), tonen aan dat de internationale prijs voor aardolie sindsdien ongeveer tot op een derde gevallen is. Maar de beleidslieden van vele verbruikerslanden hebben van deze prijsinstorting geprofiteerd om de petroleumtaksen te verhogen, dit bij middel van een inflatievrije oplifting van de indirecte taksinkomsten. Hogervermelde prijsinstorting is gevolgd op de uitbouw van vrije aardoliemarkten (Groot-Brittannië, Noorwegen, Mexico) en van de afbrokkeling van de kartelmacht van de OPEC.

Maar het verwachte resultaat van deze stimuli op de economische groei en op de tewerkstelling bleef uit. De stijgende winstmarges, en de liquiditeiten van ondernemingen en gezinnen, vloeiden niet onder vorm van

produktieve investeringen in de reële sfeer van de economie. Zij vloeiden overwegend naar de financiële bovenbouw, onder vorm van meer besparingen en van beleggingen in portfoliopapier.

VI. EXUBERANTIE IN DE FINANCIËLE BOVENBOUW

1. Het beleidsveld

Dit schrift analyseert de kenteringen in de economie van de westerse kernlanden. Het hoeft niet veel overtuigingskracht om te bewijzen dat de meest spectaculaire ontwikkelingen zich voordoen in de financiële bovenbouw. De cijfers spreken voor zichzelf.

De lange groeicyclus van 1955-73 ontspon zich in de schoot van de reële sector van de economie. Het was hoofdzakelijk een groeicyclus van industriële goederen, begeleid door de uitbouw van de welvaartsstaat en zijn gesubsidieerde diensten. De kernlanden van de westerse wereld veralgemeenden in één generatie : de telefoon, de automobiel, de badkamer, de radio en televisie, de autosnelwegen, het verlengd onderwijs, medische diensten, enz. De economen rekenden overwegend in termen van industriële groei, produktiviteitsontwikkeling en tewerkstelling. Vlotte economische groei en volledige tewerkstelling waren de prioritaire doelstellingen tot halfweg van de jaren zeventig. Het aanhouden van de tewerkstelling als prioriteit (in de volgende periode van recessieve inzinkingen afgewisseld met vertraagde groei, 1975-82) veroorzaakte externe prijschokken en allerlei scheeftrekkingen :

- de oplopende deficits in de overheidsbudgetten ;
- de opdroging van de winstmarges en investeringsfondsen in de onderneemingen ;
- het opspiralen van de loon- en weddebarema's door het subsidiëren van de verborgen werkloosheid ;
- stijgende inflatie.

Op het eind van de jaren zeventig was het voor velen duidelijk dat de groeimotor van de reële sector "vermoeid" was en men het beleid over een andere boeg

moest gooien (8). Toen de diepste recessie van de naoorlogse periode toesloeg, was ongeveer iedereen gewonnen voor een "ommekeer" in het beleid. De strijd tegen de prijs- en de looninflatie werd prioritair gesteld. Het monetarisme veroverde de economische hoofdkwartieren. En zelfs de syndicaten zagen in dat een pauze in de loon- en kostenontwikkeling nodig was.

Slechts weinigen zullen de doelstelling, d.w.z. de bestrijding van de buitensporige inflatie in vraag stellen. Maar onzes inziens is het monetarisme hierin te brutaal te werk gegaan. De breideling van het geldvolume en de inbinding van de kredietstromen ging te brusk. Zij steunden op technische en theoretische vóór-onderstellingen die broos en onjuist zijn gebleken. Vooral in de Verenigde Staten heeft men de gewoonte de economische hefbomen nogal brutaal om te schakelen. Aangezien het land ook reservevalutaland is, met daarenboven het grootste financiële gewicht, hebben de Amerikaanse beleidsdaden ook voor de rest van de westerse wereld voelbare gevolgen.

Het ongelijke ritme in de aanpassingscapaciteit van de reële en van de financiële sectoren is gekend. Zo is b.v. een reële loondaling moeilijker om realiseren dan een intrestdaling of een breideling van geld en krediet; een prijsdaling van kapitaals aandelen in de beurs verloopt vlotter dan een prijsdaling in de industriële goederensfeer; de beurs evolueert ook vlotter opwaarts dan de evolutie van de reële winsten in de produktiesfeer, enz.

De brutale monetaire breideling werkte dus het vlugst door in de soepele sector, d.w.z. in de financiële bovenbouw van de economie. Twee belangrijke parameters, met name de intrestvoeten en de wisselkoersen kwamen weldra in (onstuimige) beweging.

(8) P. Van Rompuy, Het vermoeide groeimodel, Tielt, 1986.

Tabel 8 : Evolutie van inflatie en intrestvoeten (a)

Land	nov. 1973 sept.1979	oct.1979 aug.1982	sept.1982 eind 1986
I. Inflatie			
1. Verenigde Staten			
variatie breedte	5 - 12	6 - 15	2 - 5
gemiddelde	8	11	3
2. Japan			
variatie breedte	2 - 26	2 - 9	0 - 4
gemiddelde	10	5	2
3. Duitsland			
variatie breedte	2 - 8	5 - 7	-0.5 tot 5
gemiddelde	5	6	2
II. Intrestvoet			
1. Verenigde Staten			
variatie breedte	5 - 14	10 - 20	6 - 12
gemiddelde	8	15	9
2. Japan			
variatie breedte	5 - 14	6 - 16	5 - 8
gemiddelde	8	9	6
3. Duitsland			
variatie breedte	3 - 12	8 - 14	4 - 8
gemiddelde	5	10	5

(a) Uitgedrukt in percent.

Bron : Morgan Garanty Trust

Tijdens de gloriedagen van de harde monetaire breideling (van oktober 1979 tot augustus 1982) kreeg de V.S. maar moeilijk greep op haar inflatie. Maar de Amerikaanse intrestvoeten spiraalden onmiddellijk tot rekordhoogten. En de dollar begon zijn snelle klim. De hoge intrestvoeten verlamden de reële sector ; de opwaardering van de dollar bracht een ingevoerde desinflatie. De import werd goedkoper en drukte de consumptieprijzen. In de overige kernlanden veroorzaakte de strakke inbinding van geld- en kredietcreatie samen met de hoge rentestanden negatieve groeicijfers, met stijgende werkloosheid. In de nieuwe industrielanden, die ten tijde van de negatieve intrestvoeten (1975-79) nogal zorgeloos hadden geleend op de internationale geld- en kapitaalmarkt, brak een acute schulden crisis uit. Mexico ging financieel over

kop. En enkele Amerikaanse banken kregen het vuur aan de schenen.

De roerganger van de Federal Reserve Paul Volcker, kreeg een wenk vanuit het Witte Huis om de monetaire breidel wat te vieren. Het monetaristisch experiment was dus geen onvermengd succes. Het beleid van Volcker kreeg wat schaduw en de ideeën van de aanbodeconomie (belastingverlaging en deregulatie) kwamen nu in de gunst van Reagan. In het kielzog van de monetaire relaxering gleden de Amerikaanse intrestvoeten zachtjes naar beneden. Zie voor de evolutie van de nominale en reële intrestvoeten de illustratie in figuur 2. Het dalend inflatiepeil doet beide naar elkaar neigen.

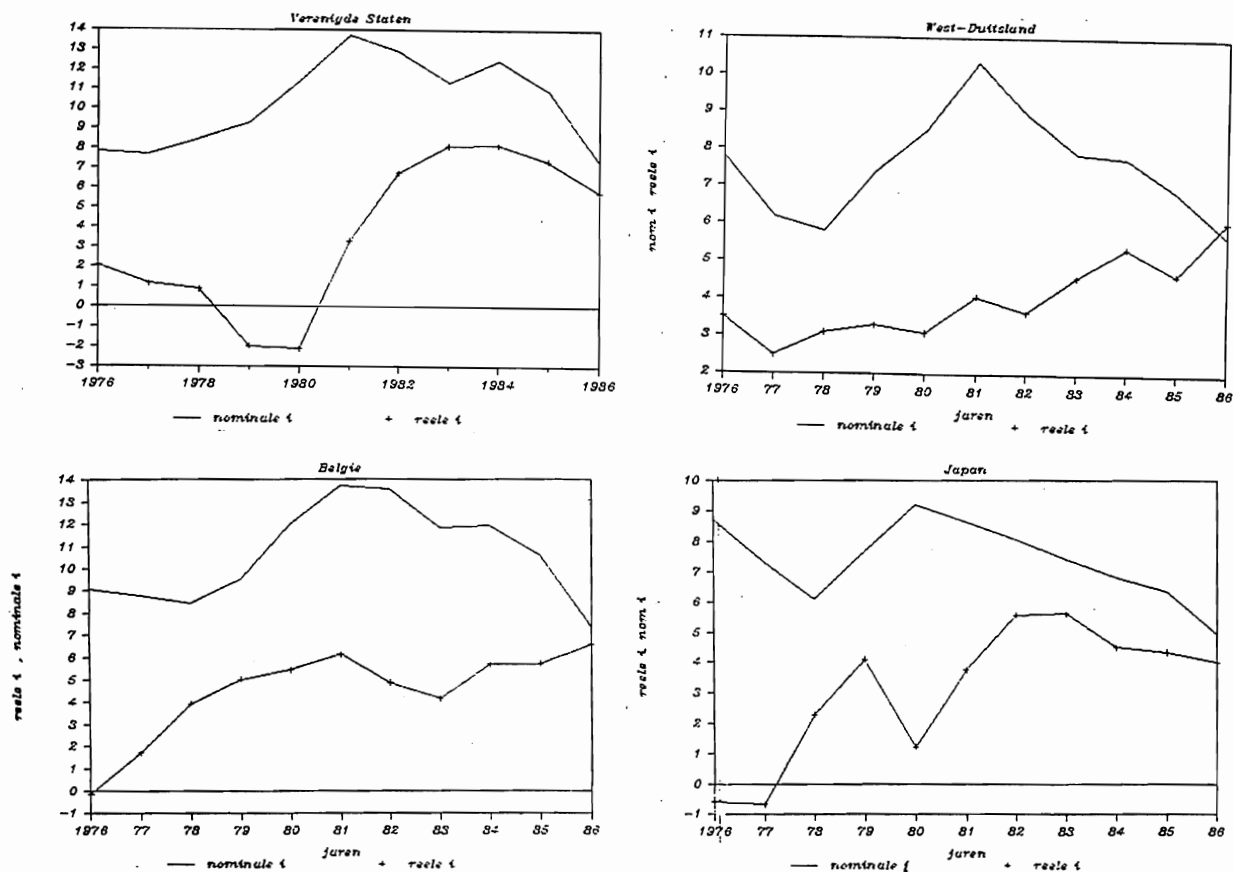
Maar vanaf 1983 kwam de VS-economie in extern deficit, zodat de Amerikaanse intrestvoeten zich iets hoger moesten situeren om voldoende internationale liquiditeiten aan te trekken. Deze aanzuigkracht om het deficit te dichten en de fiducia van buitenlandse beleggers in Amerikaanse papier als veilige haven van belegging, dreven de dollar tot februari 1986 naar rekordhoogten. Halfweg 1985 kwam een even bruuske ommekeer. Bij het aantreden van James Baker moest de dollar weer ineens naar beneden.

2. De financiële bovenbouw in transnationale expansie

De Zweedse econoom Knut Wicksell is de eerste econoom die de functionele koppeling tussen de reële produktiesfeer en de financiële bovenbouw theoretisch heeft gepreciseerd (9). Volgens Wicksell bevindt de economie zich in een stabiel groei-evenwicht wanneer de produktiviteit (π_R) van de reële sector gelijk is aan de reële rentestand (i_R) van de financiële (bank)sfeer.

(9) Voor een bevattelijk overzicht van de Wickselliaanse en neo-Wickselliaanse theorie (G. Myrdal, D. Hammarskjöld, enz.) verwijs ik de geïnteresseerde lezer naar O. Steiger, Studien zur Entstehung der neuen Wirtschaftslehre in Schweden, Berlin, 1971. Voor een meer recente studie zie: E. Lundberg, The Rise and Fall of the Swedish Model, in Journal of Economic Literature, maart, 1985.

Figuur 2 : Nominaal en reeel renteverloop 1976-86



Het Wickselliaanse theorema werd door Keynes overgenomen. En het kreeg in de neoklassieke groeitheorie van de jaren zestig een elegante herformulering onder de naam van de "golden rule of accumulation" of gulden stelregel van groei :

- a. In een cyclus gekarakteriseerd door $\pi_R > i_R$, zijn de investeringen in de reële sfeer rendabel, want ze verschaffen daar een hoger rendement dan beleggingen in de financiële sfeer. De produktiviteit ligt immers hoger dan de reële bankrente. Tijdens de groeicyclus van 1960-75 was dit doorgaans het geval omwille van de soepele geldpolitiek. Het was een gunstig investeringsklimaat, mede door de inflatie. De overvloedige, d.w.z. de niet in de industriële reële sfeer geïnvesteerde liquide middelen, werden belegd in immobiliën, b.v. in huizenbouw en in grondspeculatie.
- b. In een cyclus gekarakteriseerd door $\pi_R < i_R$, liggen de rendementen in de financiële sfeer hoger dan de gemiddelde produktiviteitsgroei, zodat de investeringen in de reële sfeer verslappen. Dit is in de meeste kernlanden het geval geweest sinds 1980. Hierdoor heeft zich in de schoot van onze economieën een versassing voorgedaan van financiële middelen : van de reële naar de financiële sfeer. Ook de overvloedige liquide middelen van de gezinshoudingen richten zich nu naar beleggingen in spaarrekeningen en vooral naar obligaties en aandelen. De beleggingen in huizenbouw en andere immobiliën kwijnen.

Gelijktijdig met deze liquide herschikking der middelen tekende zich in de financiële bovenbouw, sinds het begin der jaren tachtig, volgende evolutie af :

- a. De transnationale vervlechting van de geld- en kapitaalmarkten kwam in stroomversnelling.
- b. De deregulering (gedeeltelijke afbouw van nationale reglementering en belemmeringen) smolt de financiële markten van het Westen aaneen tot één grote liquide massa.
- c. Er deden zich een reeks financiële verschuivingen voor, zo b.v. de zogenaamde securitization, waarbij ondernemingen direct liquide middelen

aanboren via de beurs van aandelen- en obligaties, in plaats van opname van krediet bij banken en/of financiële instellingen.

- d. De innovaties in communicatietechnologie waarbij de financiële markten (van krediet, wisselkoersen en portfoliopapier) worden gecomputeriseerd, d.w.z. elektronisch bestuurd. De computerisering versnelt de informatieverwerking en intensifieert het ritme der financiële verrichtingen.

In deze internationale markten transiteren en circuleren nu duizelingwekkende volumes financiële middelen. De Bank voor Internationale Betalingen (zetel te Basel) raamt het stockvolume van het internationale circuit der financiële middelen op het einde van 1985 als volgt :

- Netto bankkredieten : 1.480 miljard \$
- Netto volume obligaties : 550 miljard \$
- Totaal : 1.900 miljard \$.

Hierbij moeten nog de nu geïnternationaliseerde aandelenbeurzen worden gevoegd. De totale marktwaarde van de aandelenbeurzen wordt op het eind van 1986 door de Morgan Stanley Capital Markets International als volgt geschat :

- | | |
|----------------------|------------------|
| - Verenigde Staten : | 2.203 miljard \$ |
| - Japan : | 1.746 miljard \$ |
| - Groot-Brittannië : | 440 miljard \$ |
| - Duitsland: | 246 miljard \$ |
| - Frankrijk : | 150 miljard \$ |
| - Italië : | 140 miljard \$ |
| - Zwitserland : | 132 miljard \$ |
| - België : | 36 miljard \$ |

Volgens deze zelfde bron is de totale marktwaarde van de westerse aandelenbeurzen sinds 1982 met 2.4 vermenigvuldigd. Tijdens de groeicyclus van de reële sector (1960-75) hadden de rendementen voor financiële beleggingen een laag profiel. Sindsdien deed zich een ommekeer voor naar lage groeicijfers in de reële sector met vlotte winsten in de financiële bovenbouw. Deze is sinds het begin van de jaren tachtig in stroomversnelling gekomen, met wisselende kansen van markt tot markt. Deze ontwikkeling lijkt ons een economische kentering van formaat. We zullen deze

hiernavolgend in meer detail analyseren.

3. Volume- en prijsexplosie op de internationale kapitaalbeurzen (10)

Vele economische studies schuwen de analyse van de beurs. Immers, wat daar gebeurt kan moeilijk verklaard worden op basis van het rationaliteitsparadigma. Keynes, een van de weinige economen die het milieu door en door kende, en op de beurs een aardig fortuintje (\pm 350 miljoen frank) samenspeculeerde, vergelijkt de instelling met een reusachtige casino (11). Deze metafoor is wellicht op te vatten als een van zijn ironische, gevleugelde uitdrukkingen waarin hij zo sterk was. Maar de beurs vertoont inderdaad grillige en onvoorspelbare bewegingen, die vanuit de economische basisvariabelen niet helemaal verklaarbaar zijn. De beroepsmensen met ervaring op de beurs weten dat maar al te best. Een treffend voorbeeld is de volume-prijsexplosie sinds 1982.

Tijdens de lange en krachtige groeicyclus in de reële sfeer (1960-75) bleven de aandelenbeurzen van het Westen lusteloos sluimeren. De periode 1975-81 betekende een overgangsfase naar meer activiteit. En van 1982 tot 1986 noteert men op de meeste beurzen een roes van alpinisme. In het eerste trimester van 1987 klimmen de zwakke muntlanden (de V.S., de Middellandse-zeegebieden) naar duizelingwekkende toppen. De beurs der sterke muntzones daarentegen (Duitsland, Zwitserland, Nederland) is sinds halfweg 1986 even aan het pauseren, met koersverlies. Maar de Nikkei-index van de Tokyo'se beurs heeft zich niet aan de opwaardering van de yen gestoord en klapwiekt krachtig de hoogte in. Hierdoor is in de beurs van Tokyo de verhouding koers/rendement nu reeds zeer dun

(10) Het globale volume van middelen : d.w.z. obligaties, investeringsfondsen, aandelen, enz.

(11) De doctoraatsthesis van Keynes handelde over de waarschijnlijkheidsleer, later gepubliceerd onder de titel Treatise on Probability. Hierin stelt hij dat inzake probability van economische en vooral van financiële verschijnselen, de mathematische wetmatigheden niet opgaan, aangezien in dat krachtenveld de basisnorm uncertainty heet.

uitgesmeerd.

De coëfficiënt of index van beurskapitalisatie wordt gemeenlijk aanvaard als globale maatstaf van de beursontwikkeling in een land. De beurskapitalisatie vertegenwoordigt het geheel van de financiële middelen die naar de beurs vloeien onder vorm van aandelen of gelijkaardig papier: hetzij door het lanceren van nieuwe aandelen, hetzij door de prijsstijging van het reeds gekwoteerde papier.

Voor het berekenen van de ontwikkelingsindex (coëfficiënt) wordt het nationaal produkt als referentiewaarde genomen (12). Op basis van de cijfergegevens geleverd door de Morgan Stanley Capital Markets International, komt men tot volgende evolutie inzake coëfficiënten van beurskapitalisatie (13).

	<u>1978</u>	<u>1984</u>	<u>1986</u>
Japan	29	58	84
Groot-Brittannië	41	65	80
Verenigde Staten	41	50	52
België	8	22	30
Italië	6	8	29
Duitsland	12	24	25
Frankrijk	8	13	25

De Verenigde Staten en Groot-Brittannië hadden in 1978 relatief het hoogste volume aan beursmiddelen, gerelateerd aan hun nationaal produkt. Maar Groot-Brittannië heeft de beurskapitalisatie nog flink opgedreven, terwijl de Verenigde Staten in hun beursverdieping vertraagd zijn. Japan vertoont de meest spectaculaire uitdieping van de beurs op wereldvlak. Het nationaal produkt steeg er gestadig en toch klommen de beursmiddelen nog sneller.

(12) Bij de constructie van een representatieve, internationale kapitalisatie-index rijzen, zoals bij elke index heel wat technische problemen, zie ondermeer N. Sikorsky, "The Origin and Construction of the Capital International Indices" in Columbia Journal of World Business, summer, 1982.

(13) Procentuele verhouding tussen de marktwaarde van het beurspapier en het nationaal produkt.

Na deze koplopers komt een rustiger peloton. In Duitsland is de evolutie niet zo denderend. Het Duitse publiek lijkt een relatief slappe beursganger met voorkeur voor vaste-rente papier. Ongeveer een vierde van de gekapitaliseerde waarde in de Duitse beurs komt van beleggingen vanwege buitenlanders. Na de forse opwaardering van de DM in 1986, hebben vooral de Amerikaanse beleggers hun winst door stijging van koers-plus-wisselkoers in Duitsland gerealiseerd. Deze tijdelijke uitwijking van Amerikaanse beleggers drukt de Duitse beurs. Het gerucht dat de dollar verder gaat dalen trekt dan weer nieuwe intreders op de Duitse beurs uit de V.S. en uit Japan aan. De tweede helft van 1987 kan dus beloftevoller worden.

In België komt er sinds 1980 meer vaart in. De globale aandelenwaarde van de Brusselse Beurs is sindsdien vervijfdubbeld. Het pensioensparen zorgde in het begin van 1987 nog voor een supplementaire opflakking. Op het einde van 1986 kapitaaliseerde de Belgische beurs een som van 1.510 miljard B.F. en telde men 15 % van de volwassen bevolking als beursparticipaat, hetzij voor papier met variabele rente (aandelen) hetzij voor nieuwe vormen van obligaties, investeringsfondsen, enz.

Het beeld dat men kan ophangen van de evolutie op de beurs, is afhankelijk van de keuze der statistieken. Hierbij is de jaarbasis die men neemt als referentiepunt belangrijk, alsook de aard van samenstelling van de index zelf. Bij de indices kan men een onderscheid maken tussen :

- a. De prijs-indices van het papier in lopende prijzen.
- b. De prijs-indices, gecorrigeerd door het uiteenlopend verloop van de wisselkoersen, d.w.z. de prijs-indices uitgedrukt in eenzelfde koopkrachtseenheid.
- c. De prijs-indices die het financieel rendement (dividend) mede inschatten in het geheel.

In tabel 9 worden de jaarlijkse, procentuele toename-(verlies)coëfficiënten gegeven sinds de inzet van de groeivertraging in de reële sfeer. Het betreft coëfficiënten gebaseerd op lopende cijfers. In figuur 3 geven we de evolutie van de "maandelijkse" indices

Tabel 9 : Jaarlijkse groeipercent in de koers van aandelenbeurzen (1977-1986)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1986/76
Verenigde Staten (a)-17	-3	+4	+15	-9	+20	+20	-4	+28	+23	+89	
Japan (b)	-3	+23	+9	+8	+8	+4	+23	+17	+14	+43	+275
Groot-Brittannië (c) 37	-3	-12	+15	+12	+13	+30	+23	+19	+16	+270	
Frankrijk (d)	-6	+47	+17	+9	-18	+0	+56	+16	+46	+50	+474
Italië (e)	-23	+31	+26	+122	+20	-14	+12	+17	+105	+63	+1189
Nederland (f)	-1	+3	-5	+1	-1	+19	+53	+18	+41	+9	+218
België (g)	-5	+7	+5	-18	+4	+18	+32	+15	+35	+39	+209
Zwitserland (h)	+5	-3	+8	+3	-15	+10	+24	+2	+57	+7	+123
Spanje (i)	-	-	-16	+9	+24	-18	+18	+41	+35	+108	+432
Duitsland (j)											
a.Commerzbank	+8	+4	-12	-4	-1	+13	+36	+6	+76	+5	+181
b.Statistisches Amt	+9	+8	-12	-1	-1	+14	+36	+8	+73	+5	+207

(a) Dow Jones-index

(b) Nikkei Stock Average-index

(c) Financial Times-index

(d) Algemene CAC-index

(e) Mib-index

(j) De Commerzbank neemt in haar index de 60 (führende) aandelen op ; het Statistisches Bundesamt neemt 278 aandelen op.

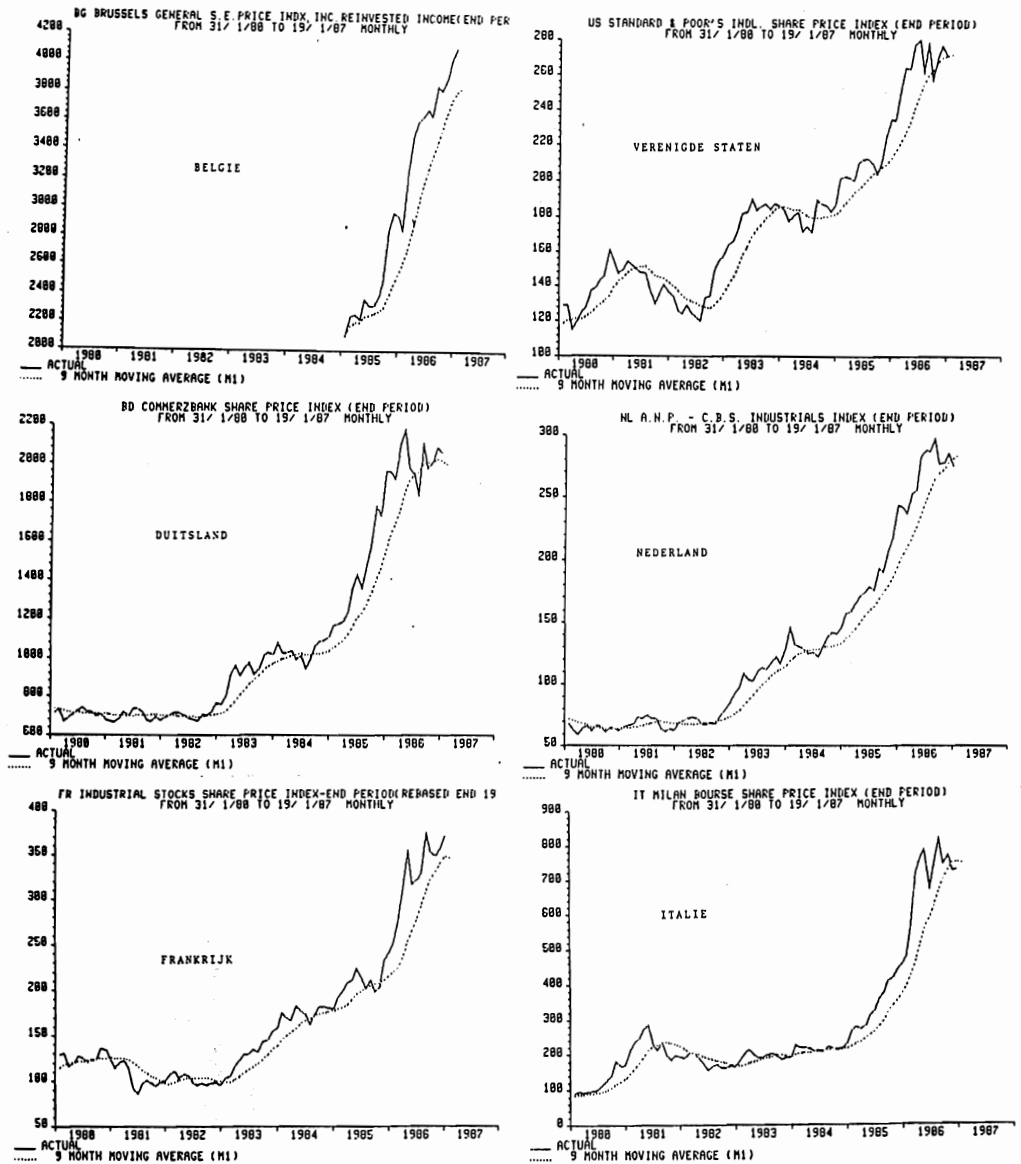
(f) Algemene ANP-CBS-index

(g) Algemene index van de beurs-Brussel

(h) Index van Schweizerisches Bankverein

(i) Algemene index beurs Madrid

Figuur 3 : Beursevolutie sinds 1980



alsook een trendcurve, op basis van gewogen gemiddelden (14). In deze opwaardering zijn verschillende "golven" te onderscheiden.

- a. In de Verenigde Staten noteert men :
 - een eerste golf gaande van juli 1982 tot januari 1983 ;
 - een tweede golf van april 1984 tot juli 1986 ;
 - een derde golf van januari 1987 tot eind maart 1987.
- b. In Duitsland :
 - een mini-golf van januari 1983 tot december 1983 ;
 - een maxi-golf met exuberante stijging van juni 1984 tot maart 1986 ;
 - een periode van lusteloosheid en koersverlies.
- c. In Frankrijk :
 - een eerste optrekking van januari 1983 tot maart 1985 ;
 - een snel opspiralende koersklim van december 1985 tot eind 1986.
- d. Italië : een uitzonderlijk driftige opwaardering van oktober 1984 tot mei 1986 ; daarna problematischer.
- e. Nederland : een lange, slechts met lichte aarzeling onderbroken opwaardering van oktober 1982 tot april 1986 ; daarna problematisch.

De cijfers van tabel 9 wijzen uit dat globaal genomen, Italië, Spanje en Frankrijk op kop lopen. Maar indien men hun hoge inflatiecoëfficiënt in rekening brengt, en hun vele muntontwaardingen inschat, komt men tot soberder cijfers. Doch zelfs met deze correcties, vertonen deze drie landen nog een zeer mooi beurspalmares.

(14) Voor de Brusselse beurs werd de methode van de indexberekening in 1984 gewijzigd, zodat we in de curve slechts de evolutie sinds die datum geven. De cijfergegevens voor figuur 3 werden berekend door de beursspecialisten en de computerdienst van de Generale Bankmaatschappij (zetel Brussel), hiervoor mijn dank voor hun bereidwilligheid.

Ook met de methode van indexberekening (samenstelling van het pakket aandelen, referentiejaar, enz.) dient men rekening te houden. Zo b.v. geven we in tabel 9 voor Duitsland de indexevolutie van de Commerzbank alsook deze van het Bundesamt für Statistik, die reeds een geflatteerder beeld geeft voor de koersontwikkeling van het land. En ook voor de Verenigde Staten maakt het een verschil of men werkt met de Standard & Poor's Share Price Index of met de Dow Jones. Maar de forse prijs- en volumestijging der beurzen blijft een merkwaardig verschijnsel, ongeacht de gevolgde methode in de berekening der indices.

In deze opwaartse stuwing zijn volgende krachten aan het werk :

1. Het slappe investeringsklimaat in de reële sector. Sommige sectoren hebben nog altijd een investeringskater, als gevolg van overinvestering tijdens de voorgaande groeicyclus 1960-75. In andere sectoren profiteren de ondernemingen van de verbeterde winstmarges als gevolg van de kostendaling inzake arbeidslonen, grondstoffen- en energieprijzen. Zij wenden deze middelen ten dele aan om portfoliobeleggingen te doen en/of om hun schuldenpositie uit te zuiveren.
2. Het dalend inflatieritme. In de reële sector staan de inflatieverwachtingen op een laag pitje. Vele gezinshuishoudingen die voorheen speculeerden in immobiëlen komen nu met hun liquiditeiten naar de beurs. Zoals gezegd, plaatsen ook vele ondernemingen daar nu een deel van hun liquiditeiten, aangezien het rendement in de beurs nu hoger ligt dan in de reële sector.
3. Sinds 1982-83 zijn de hoge rentestanden aan het dalen. Hierdoor verliezen de spaarrekeningen en de obligaties bij de beleggers een deel van hun aantrekking. Het wordt beloftevoller in de aandelenbeurs te gaan.
4. De internationalisering. De beurzen zijn aan het internationaliseren. Vooral de Europese beurzen (de Belgische, Franse, Spaanse, Italiaanse) internationaliseren waar ze tot voor kort zeer provinciaals waren gebleven. De grote pensioenfondsen van de kernlanden ankeren hun beleggingen meer en meer in internationale havens.

Zo b.v. de Amerikaanse pensioenfondsen, waarvan het vermogen van 2.400 miljard dollar ongeveer 50 % van het BNP representeert en 25 % van de Amerikaanse beurswaarde. Deze kwamen tot 1980 niet buiten de Verenigde Staten voor hun beleggingen. Eind 1986 gingen deze pensioenfondsen reeds met 8 % van hun vermogen internationaal. Hetzelfde doet zich in de Japanse pensioenfondsen voor. Zij richten zich voornamelijk naar de beurs van New York, met een schuchtere opening naar de Europese beurzen (15).

5. De beurs wordt aangedreven door cycli van het type "self-fulfilling prophecy". De opwaartse trend doet velen geloven dat de koers klim zal aanhouden. Vele speculanten willen er bij zijn om van de meerwaarde te profiteren.

Globaal gezien, was de prijs- en volumestijging (tussen 1 januari 1982 tot december 1986) het krachtigst in de Europese (continentale) beurzen. Hun marktwaarde steeg in die periode met 272 % in vergelijking met 174 % in Londen, met 154 % in Japan en 146 % in de Verenigde Staten. De kapitalisatiewaarde der Europese beurzen vertegenwoordigt nu 40 % van de Amerikaanse ; telt men Londen bij de continentale beurzen dan overtreffen zij de beurswaarde van de Verenigde Staten.

In tabel 10 geven we de wisselkoers-gecorrigeerde jaarlijkse stijgingen (dalingen) in de koersen, alsmede de gecumuleerde kapitalisatie-coëfficiënt met hierin

-
- (15) In het jaar 1986 kochten de Japanse beleggers voor een som van 3 miljard DM Duits papier. De aanhoudende daling van de dollar tegenover de yen zou de Japanners in 1987 tot nog meer desinvestering in de V.S. kunnen aansporen, gevolgd door een inwikkmanoeuvre naar de Europese (harde munt) beurzen. Bij de Japanse portfolio-beleggingen in het buitenland noteert men een verschuiving van het (nog zeer overwegende) vaste-rente papier naar aandelen. Hun enorm spaarsurplus en hun recente verschuiving naar risicodragend kapitaal stimuleert de aandelenbeurzen in de V.S., maar sinds het dalen van de dollar, ook deze van Europa.

Tabel 10 : Evolutie van beurskoersen (a)

	1982	1983	1984	1985	1986	1982-86 (b)
Spanje	-27.9	+12.5	+40.5	+20.5	+95.4	302.2
Portugal	-29.5	- 3.5	+17.2	+94.1	+83.1	-
Italië	-6.3	+25.9	+11.5	+99.6	+56.7	253.2
Japan	+10.8	+46.7	+20.1	+12.8	+44.2	239.4
France	+ 8.7	+55.3	+13.4	+49.7	+41.2	325.4
België	+16.9	+34.6	+16.9	+27.9	+35.1	328.6
Hong-Kong	-35.6	+35.6	+51.6	+14.3	+19.3	49.1
Singapore	+1.7	+70.6	-13.9	-35.8	+13.3	18.6
Nederland	+26.8	+55.3	+10.7	+40.6	+10.4	312.6
Switzerland	+11.5	+32.8	- 5.6	+57.2	+ 9.1	172.1
Duitsland	+21.8	+41.1	+ 3.5	+73.9	+ 5.1	283.6
Verenigde Staten	+36.0	+46.2	+ 8.3	+ 2.6	- 0.5	149.1
Groot-Brittannië	+ 9.4	+37.0	+10.7	+20.1	- 5.1	113.4
Canada	+ 8.3	+53.5	- 0.8	- 8.8	-12.9	49.7

(a) Jaarlijkse stijgingscoëfficiënt in percent.

(b) Totale stijging 1982-86 met inbegrip van dividend, met wisselkoers-correctie. De cumulatieve index vervat in (b) werd berekend in B.F. (1986).

gerekende dividenden (16).

De cijfers van tabel 10 geven een mooi resultaat voor de Beurs van Brussel, met een index van 328. Hierin wordt ons land gevolgd door Frankrijk, Nederland, Spanje, Duitsland, Italië en Japan, allen met een meer dan gemiddelde globale stijging in kapitalisatie. De gemiddelde meerwaarde van de kapitalisatie voor het geheel van de westerse landen staat op index 240.

In tabel 11 hebben we de gemiddelde jaarlijkse waardegroei berekend vanaf 1977, d.w.z. van op het ogenblik dat de groeivertraging in de reële sfeer toesloeg (17). De cijfers illustreren dat het enige tijd heeft geduurd vooraleer de financiële kringlopen werden herlegd. Nochtans, vanaf 1980 komt de exuberante beursontwikkeling los. De landen die een jaarlijks gemiddelde waardestijging kennen van meer dan 20 % zijn : Italië op kop met 23.9 %, gevolgd door Japan met 22 %, België met 21.2 %, Groot-Brittannië met 21 % en Frankrijk met 20.5 %. Voor dezelfde periode ligt in alle landen de groeicoëfficiënt van het nationaal produkt (in nominale termen) beduidend lager.

Benevens de reeds vermelde factoren die inwerkten op de exuberante beursontwikkeling (dalend inflatieritme, dalende rentestanden, internationalisering) moeten ook nog andere factoren aangestipt, waaronder vooral de fiscale stimuli geleverd door de overheid. Frankrijk (de wet Monory van 1978) en Groot-Brittannië zijn hierin voorop gegaan ; hierin gevolgd door België met de wet Cooreman-De Clercq. Ook de

- (16) De cijfers werden overgenomen uit een beursstudie van R. Leuschel, werkzaam bij de Bank-Brussel-Lambert. Voor een uittreksel van de analyse, zie Financiële Studies van BBL, P.P.I./10/5 van 21 jan. 1987.
- (17) De berekening van de wisselkoersgecorrigeerde globale waardestijging is gebaseerd op gegevens geleverd door Phillips & Drew, World Capital Markets, Londen, maart 1987. Vermelden we ook dat het vast-rente-papier minder heeft opgebracht dan het risicodragend papier. Voor een vergelijking op lange termijn (1938-84) zie M. Statman & L. Ushman, "Bonds versus Stocks : another Look" in The Journal of Portfolio Management, winter, 1987.

Tabel 11 : Jaarlijkse groeicoëfficiënt in marktwaarde der beurzen (a)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1977-86(b)
Verenigde Staten	-17.4	-7.4	12.3	50.0	9.3	28.2	40.5	22.7	2.3	-5.8	11,6
Japan	5.3	34.9	-19.9	46.3	24.6	4.5	45.2	35.1	12.9	52.1	22.0
Groot Brittannië	48.6	0.6	15.4	64.3	4.7	15.2	33.0	21.5	16.9	3.8	21.0
Duitsland	12.2	9,7	-7.4	4.0	4.9	19.4	44.2	11.2	87.1	8.3	17.0
Zwitserland	15.0	5.7	7.2	4.3	3.7	9.1	36.8	3.2	61.5	6.3	14.1
Frankrijk	-5.7	50.4	22.4	11.5	-18.8	3.5	55.1	23.9	44.6	42.7	20.5
Nederland	3.4	5.3	13.0	28.8	-1.1	23.6	58.0	29.3	25.8	12.3	18.8
Italië	-27.8	27.2	11.5	104.0	3.6	-14.5	18.9	26.1	83.3	67.2	23.9
Zweden	-29.9	7.5	-2.7	39.0	58.3	32.3	72.3	-9.2	23.4	33.5	18.6
Spanje	-41.5	-6.3	-0.6	18.1	29.1	-25.7	8.0	64.4	23.1	77.0	9.1
België	0.7	17.6	16.6	-7.1	12.3	12.5	47.9	33.2	44.0	48.9	21.2
Oostenrijk	-6.5	1.2	13.3	-0.2	-10.0	-3.8	12.3	11.4	117.2	7.9	10.5
Canada	-12.8	4.7	44.7	37.2	3.5	8.3	51.5	7.3	-9.7	-11.6	10.2
Australië	-0.2	6.1	36.0	75.3	-12.3	-18.2	79.5	1,0	-6.1	14.3	13.4
Singapore	6.1	26.3	22.2	83.1	36.3	-12.1	50.8	-15.2	-39.5	15.7	11.0
Hong Kong	-21.0	2.8	73.4	96.1	-3.2	-41.6	11.8	69.9	18.0	24.3	15.8

(a) Wisselkoersgeocorrigeerd, met inbegrip van dividend.

(b) Jaarlijkse groeicoëfficiënt over de ganse periode.

Bron : World Capital markets, Phillips & Drew, London, maart 1987.

privatiseringsbeweging heeft haar duit in het zakje gedaan. In Frankrijk groeide de privatisering van Saint-Gobain en van Paris-Bas uit tot een roezig beurssucces.

Tijdens het eerste trimester van 1987 kwam weer een opwaartse koersgolf los waarin de zwakke muntzones de hoogste nominale stijgingscoëfficiënten scoorden. De Morgan Stanley Capital Markets International geeft van half december 1986 tot 10 maart 1987 de volgende procentuele stijging in de koersindices.

Tabel 11 : Beursevolutie (eind 1986 - maart 1987)

	(a)	(b)		(a)	(b)
Groot-					
Brittannië	+20.7	+22.5	Frankrijk	+10.1	+ 8.1
Ver. Staten	+20.3	+12.4	België	+ 7.8	+ 7.8
Zuid Afrika	+14.1	+10.9	Nederland	- 3.2	- 3.6
Spanje	+13.3	+ 9.2	Italië	- 5.8	-9.5
Japan	+12.7	+10.5	Duitsland	-14.5	-15.0

(a) Indices in nominale (nationale) muntwaarde.

(b) Wisselkoers-gecorrigeerd, d.w.z. berekend in B.F. (18).

Indien we deze "fourchette" vertalen naar één munt toe, b.v. in termen van B.F., versoberen de stijgingscoëfficiënten voor de V.S., omwille van de dollarontwaardiging die het resultaat voor de buitenlandse beleggers dempen. Maar de Amerikaanse belegger heeft van de +20.3 % stijging in New York ten volle kunnen genieten. In Tokyo met een opgewaardeerde yen hebben zowel buitenlanders als Japanse ingezetenen van de

(18) De wisselkoerscorrectie van de beursnotities naar de Belgische frank is enkel relevant voor de Belgische belegger. Een Japanse belegger zal de beursnotities omrekenen in termen van yen, enz. Het is de kruising van al de beïnvloedende factoren (micro-rendement van het aandeel, algemeen economisch klimaat, produktiviteit van sector, intrestvoetverschil, wisselkoersverschil) bekeken vanuit verschillende landen, die de beurs tot een uiterst complex krachtenveld maken.

forse stijging kunnen profiteren. In Duitsland daarentegen is het sinds oktober 1986 dalwaarts gegaan.

Er is b.v. weinig economische verklaring voor het alpinisme van de Dow Jones en het lusteloos afglijden van de Duitse beurs. Tijdens het eerste trimester 1987.

- a. De micro-economische indicatoren (zoals de evolutie van het rendement per aandeel en/of de koers (winstverhouding) kunnen in deze globale enveloppestijging (daling) onvoldoend inzicht verschaffen.
- b. En ook de macro-economische gegevens uit de reële sfeer zoals de gemiddelde groeicoëfficiënt van de economie, de produktiviteitsontwikkeling en de loonontwikkeling kunnen slechts ten dele de uiteenlopende koersontwikkeling op de beurzen van b.v. New York, Frankfurt, Tokyo, enz. verklaren.

Onzes inziens is deze differentiële uitwaaiering het dichtst te benaderen op basis van de twee belangrijkste parameters uit de financiële bovenbouw : de differentiële evolutie van de rentestanden en van de wisselkoersen.

Aangezien de verschillen in de internationale rentestanden afhangen van het financieel monetair beleid, en dus trager reageren (fluctueren) dan de bilaterale valuta-verhoudingen, is de beurstrend, onzes inziens overwegend bepaald door verschuivingen tussen wisselkoersen. En deze verschuivingen waren in de jaren tachtig aanzienlijk. Een belegger die zich liet leiden door een verlichte wisselkoersvisie kon benevens de trendwinst ook nog een aardige valuta-meerwaarde accumuleren (19). Met de uitbreiding (kapitaalverdieping) van de beurs is ook het beursklimaat in volle evolutie :

-
- (19) Een uitmuntend speculatief scenario bestond erin Amerikaans papier te kopen in 1982 ; het in 1985 om te zetten in Duitse waarden met overstap in 1986 naar Japanse beleggingen. maar deze "ex post" analyse is niet gekend door de speculant die "ex ante" moet beslissen.

- a. Vooreerst is er het zwaarder wordend gewicht van de institutionele beleggers die enorme financiële enveloppes liquiditeiten van aandeel naar aandeel en van beurs tot beurs versassen. Naar schatting zijn er in de kernlanden, alleen vanwege de pensioenfondsen reeds 5.200 miljard \$ in de financiële kringloop. Tot voor kort ging een ruim aandeel hiervan naar belegging in immobiliën zoals b.v. kantoorgebouwen, hotelketens, enz. Sinds vijf jaar stroomt een stijgend deel van hun vermogen naar de beurs. Het zelfde kan gezegd worden van verzekeringsmaatschappijen en zelfs van industriële bedrijven die van de beursbonanza willen meegenieten. De opties van deze grote institutionele beleggers (men kan ze ook trendbettende "insiders" noemen) zorgt vaak en onverwacht voor uitschieters in de koersontwikkeling; dit in afwijking met alle economische "fundamentals".
- b. De doorbraak in de communicatietechnologie heeft de computerisering van de financiële verrichtingen bevorderd. De computerisering heeft de mathematische modellenbouw in de financiële analyse een lift gegeven. Ook deze ontwikkeling heeft het beursklimaat gewijzigd. De financiële analisten (managers) van de grote institutionele beleggingsfondsen zijn (mede door deze technologische evolutie) onder rendementsdruk op "korte" termijn gekomen. Zij moeten "winstresultaten" kunnen tonen, b.v. op het eind van een trimester. Deze praktijk geeft vaak aanleiding tot koortsachtige versassingen met onverwachte uitschieters en eventueel tot financiële windeieren. De financiële managers werken in een markt, waar de prijzen en de winstkansen op middellange termijn wel op reële gegevens steunen, maar die er, onder invloed van collectieve psychologie, fors kunnen van afwijken.

Spijts alle probabilistische modellen blijft de redelijke kans op succes afhankelijk van ervaring, koelbloedigheid, feeling voor het financiële kluwen, en een goede dosis gezond verstand.

Specialisten hebben over het verloop van de beursevolutie, zoals over de ontwikkeling van de globale economische kringloop, conjunctuur- en trendanalyses geformuleerd, zoals b.v. de fameuze "Elliott-wave". Een goed deel van deze modellen rekenen in cycli van 55 à 60 maanden. Aangezien de huidige opwaartse beurscyclus van de kernlanden nu iets meer dan vier jaar duurt, luidt de hamvraag hoe veraf of hoe dichtbij de onvermijdelijke ommekeer is.

Laat ons eerst doen opmerken dat men er goed aandoet deze deterministische conjunctuur- en trendanalyses met enig voorbehoud of met een korreltje zout te interpreteren. De conjunctuurcycli wortelen in een langere golfbeweging die de drift of de dalvaart van de trendbeweging kan opliften (en verlengen) of afremmen (en verkorten). In de beursliteratuur over de opwaartse cyclus (1982-87) worden twee uiteenlopende percepties geformuleerd :

- a. De kracht van de opgaande beurscyclus loopt naar het einde toe en de ommekeer is nabij. In sommige beurzen is de verhouding rendement/kapitaal, door de koersverhoging, reeds tot een minimum uitgesmeerd. Het perspectief van verdere daling van de rentestanden kan voorlopig nog gelden als stimulus. In enkele harde muntbeurzen is de verhouding koers-rendement in het begin van 1987 nog relatief hoog : op de Duitse beurs 13 %, op de Zwitserse 12 % en op de Nederlandse 11,4 %. Deze gemiddelden verwijzen naar fraaie cijfers die wel nog voor een wijle nieuwe beleggers kunnen aantrekken.
- b. Een meer exuberante visie stelt dat deze opwaartse cyclus te beschouwen is als een grootse inhaalbeweging. In de lange groeicyclus van de reële sfeer (1960-75) noteerde men een historisch uitzonderlijke volume- en prijsexplosie in realia : nationale produkten, woonsten, bouwgronden, enz. De aandelenmarkten daarentegen bleven sluimeren. In de exuberante visie is deze verschuiving in de lange golf, tussen reële sfeer en financiële bovenbouw nog niet voleindigd. Zolang de reële rentestanden nog relatief hoog blijven (volgens sommigen te hoog) zoeken de

loskomende liquiditeiten een belegging in de meest renderende markt, d.w.z. in de financiële sector van de economie. De lange golf die de beweging van onze conjunctuur schraagt, produceert dus een resultaat waarbij de beurs floreert en de reële sector min of meer lusteloze groei, alsook een slap investeringsklimaat en hoge werkloosheid kent. De beurs wordt beïnvloed door de inflatie ; zij is dus ook desinflatie-elastisch.

Het dalend ritme van de prijsstijging heeft de inflatieverwachting in de reële sfeer afgeremd. De afgeremde inflatieverwachtingen werken zich nu ongeremd uit op de beurs. De prijsstijgingen op de beurs worden zelfs niet door monetaristen gepercipieerd als inflatie. Waarom niet ? Door de kostendrukking (loonmatiging, lage grondstoffenprijzen, lage aardolieprijzen) zullen de kernlanden nog voor een wijle een onbeduidend inflatiepeil kennen. Zolang de inflatieverwachtingen laag blijven in de reële sector zal de stuwung van de liquiditeiten op de beurs aanhouden.

Voor ruim een halve eeuw kweken de economieën van de kernlanden een spaarsurplus. Hierop maken de Verenigde Staten, sinds het begin van de jaren tachtig, een uitzondering. In feite heeft deze enorme consumptiesamenleving er moeite mee om haar verbruiksneiging in te binden tot het peil van de vertraagde groei, die alle kernlanden sinds 1975 kenmerkt. In de overige kernlanden hebben de recessieve schokken van het begin der jaren tachtig de spaarneiging nog aangewakkerd. Globaal gezien, produceert de westerse economie dus toenemende liquiditeiten.

- a. In de jaren dertig kwam er een crisis omdat deze liquiditeiten geen afloop naar produktie-investeringen vonden.
- b. De wereldoorlog vernielde een groot deel van de Europese produktiecapaciteit, wat tussen 1945-55 een cyclus van wederopbouw bracht met steun van Amerikaanse liquiditeiten.

- c. Tijdens de groeigolf (1960-75) slorpte de dynamiek van de reële sector een zeer ruim deel van de liquiditeiten op. De rest ging op in inflatie.
- d. Sinds de groeivertraging (na 1975) worden de liquiditeiten onvoldoende opgeslorpt door de investeringsactiviteit van de reële sector en door de immobiliënstrategie van de gezinnen. Een goed deel van het surplus aan liquiditeiten vond na 1975 zijn bestemming in de reële sector van de nieuwe industrielanden : Mexico, Brazilië, Filippijnen, Argentinië en andere meer.
- e. De schulden crisis van Mexico was een eerste alarmsignaal dat kredietverstrekking aan de Derde Wereld solvabiliteitsgrenzen had. Na 1982 ging de economische consumptierelance van de Verenigde Staten van start. De Amerikaanse economie begon zelf internationale liquiditeiten op te nemen.

Globaal gezien, voor het geheel der kernlanden, werd een ruim deel van de liquiditeiten niet opgeslorpt onder vorm van produktieve investeringen. Deze hebben zich sinds halfweg 1982 in stijgende mate naar de beurs gericht. Dit is een van de merkwaardige kenteringen in de economische kringlopen.

Nieuw sinds 1980 is het feit dat het spaarsurplus zich in Europa nu ook in stijgende mate richt naar risicodragend kapitaal. Ter illustratie van deze verschuiving in de financiële bestedingen van de spaarmiddelen der gezinnen nemen we Frankrijk. Dus een land waar de beurs tot voor kort min of meer onderontwikkeld is gebleven. De evolutie van de kapitalisatie-index toont evenwel dat zich hierin een kentering voordoet. In de periode 1980-85 bedroeg de jaarlijkse spaarstroom in Frankrijk tussen 12.5 % à 15.6 % van het nationaal produkt, maar in de bestemming voltrok zich een merkbare verschuiving.

	Jaarlijks spaarvolume(a)	Aankoop obligaties	Aankoop aandelen
1980	205	45.5	9.6
1981	245	40.0	21.0
1982	274	72.8	-16.0(b)
1983	331	43.8	41.3
1984	294	34.5	48.1
1985	266	42.9	50.8

(a) In miljard Franse Frank.

(b) Nationalisatie bij het aantreden van de regering gevormd door socialisten en communisten.

Bron : INSEE.

In het jaar 1980 vonden slechts 4.6 % van de spaarmiddelen hun weg naar risicodragend papier. De verhouding vast-rente papier bleef min of meer stabiel, indien men de uitschieter van het nationalisatiejaar (1982) buiten beschouwing laat. Maar in 1985 stegen de beleggingen in aandelen reeds tot 22.1 % van de spaarstroom. Dit ten nadele van de klassieke spaarboekjes en depositorekeningen. Volgens betrouwbare ramingen zijn de bestedingen van spaarmiddelen voor het kopen van aandelen in 1986 zeer sterk toegenomen. Kan men voor Frankrijk, zoals voor de rest van Europa, spreken van een trend van "volkskapitalisme" ? Het stijgend aantal lezers van de financieel-economische informatiebladen laat het vermoeden. Nieuwe intreders in de risico-markt wensen meer informatie over het beursgebeuren.

Het grote verschil met de jaren zestig is dat de groeicyclus (1960-75) van de reële sfeer niet alleen de liquiditeiten absorbeerde onder vorm van produktieve investeringen, maar ook meer arbeidskrachten inschakelde en dus tewerkstelling schiep. De kredietverschaffing aan de nieuwe industrielanden van Latijns-Amerika en elders hielp aldaar de

produktiecapaciteit uitbouwen en de tewerkstelling aanzwengelen. Vanuit socio-economisch standpunt (b.v. tewerkstelling) is de recente beurscyclus dus minder vruchtbaar.

In vergelijking met de jaren zestig en zeventig bevinden we ons dus in een ander macro-economisch krachtenveld, d.w.z. in andersgerichte kringlopen : b.v. met minder opslorping van het spaarsurplus naar investeringen en tewerkstelling en naar exuberante uitbouw van de financiële beleggingen. Het is een sociaal hardere kringloop die velen buiten in de stempelrij laat staan. Nu de ondernemingen er financieel vlotter voorzitten en de produktiekosten sterk zijn gedaald, lijken me de tijden rijp voor produktieve initiatieven van hunnentwege. Trouwens een perkeloze absorptie van financiële middelen door de beurs is niet mogelijk en is ook niet gezond. Voor een goede orde van zaken mag het speculatief klimaat ook niet te opwindend worden.

4. Nabeschouwing over de Belgische beurs

Bij een internationale vergelijking van de koersontwikkeling en de gecumuleerde opbrengst profileert de beurs van Brussel zich bij de eersten onder de koplopers. Ook de kapitalisatie-coëfficiënt is sinds 1982 fors gestegen. Gezien vanuit deze coëfficiënt zit er nog ontwikkelingsperspectief in de Belgische beurs. Maar al wie droomt om van Brussel een groot financieel centrum te maken, zal op kruistocht moeten tegen enkele provincialistisch aandoende en verouderde reglementeringen en financieel-politieke opties.

Zoals gezegd kan de Belgische beurs in de jaren tachtig een uitmuntend palmares voorleggen, mede door positieve overheidsstimulering : bv. de wetten Cooreman-De Clercq

en de fiscale stimuli op het pensioensparen (20). Maar deze zelfde overheid taxeert bij middel van een (te) hoge roerende voorheffing de beleggingen van financiële middelen, die reeds bij de inkomensverwerving werden getaxeerd.

Het succes van de wetten Cooreman-Declercq en zelfs van de lichte fiscale "faveur" vervat in het pensioensparen, zou de Belgische overheid mettertijd moeten overtuigen dat zij te ver is gegaan met haar voorheffing van 25 %. Vooral indien men de vergelijking maakt op internationaal vlak. Trouwens de portfolio-beleggingen in het buitenland, overwegend gemotiveerd door fiscale ontlastingsmotieven, zou hierin als ogenopener kunnen dienen. In 1979, bij het aantreden van de eerste Martens-regering, bedroegen de portfolio beleggingen in het buitenland 13.7 miljard B.F. Dit volume is sindsdien gestadig opgeklommen tot 170 miljard eind 1986. Dit is ongeveer 12 % van de globale Belgische beurswaarde. Men heeft er geen raden naar. Niettegenstaande het zeer gunstige rendementsklimaat van Brusselse beurs, zoeken de Belgen met gezond verstand ook een belegging in fiscaal-vriendelijker financiële plaatsen. Financiële liquiditeiten klimmen, zoals water, zelden bergop.

De beurs van Brussel kan in de toekomst nog tot een aantrekkelijker internationale aantrekkingspool uitgroeien. Op voorwaarde dat werk wordt gemaakt van de versoepeling van de beursreglementering. Het is ook zeer de vraag of onze politiek van dubbele wisselkoersen haar meest vruchtbare niet achter de rug heeft.

-
- (20) Het De Clercq-luik van de wet stimuleerde de beleggingen in risicodragend kapitaal door de mogelijkheid van fiscale aftrek op de inteken- of aanschafprijs van aandelen. Het Cooreman-luik voorzag de vermindering van de vennootschapsbelasting met de bedoeling het lanceren van nieuwe aandelen, of de kapitaalverhoging van bestaande ondernemingen fiscaal aantrekkelijk te maken.

VII. HET WISSELKOERSDOSSIER

1. Precisering van het krachtenveld

De internationalisering van de westerse volkshuishoudingen is in stijgende lijn gegaan sinds de zestiende eeuw. En reeds in de zeventiende eeuw werden uitgesponnen economische debatten en controversiële stellingen gepubliceerd over intrestvoeten, handelsbalansen en wisselkoersen (21).

Kort nadien heeft Richard Cantillon het debat theoretisch uitgediept. Maar de meesterlijke synthese van het internationaal economisch en financieel-monetair mechanisme werd gebracht door David Hume in de achttiende eeuw (22). Hij vervlocht de internationale koopkrachtpariteit (the law of one price) met het monetair betalingsbalansmechanisme in één synthese. Toen het systeem van Bretton Woods ter ziele ging en de westerse wereld overschakelde naar fluctuerende wisselkoersen, knoopten de internationalisten van de jaren zeventig, met name R. Mundell, J. Frenkel en H. Johnson terug aan bij de traditie van David Hume (23).

Deze monetaire visie ziet de wisselkoers als barometer (bindmiddel) van de twee onderscheiden onderdelen van de betalingsbalans die ieder naar een verschillend krachtenveld verwijzen: de handelsbalans refereert naar de goederenstromen en de kapitaalbalans naar de

- (21) Het debat ging met ongewoon animo en theoretische scherpte van start in het zeventiende-eeuwse Engeland. De controversie liep tussen Gerard de Malynes, voorstander van door de overheid vastgestelde wisselkoersen, en tussen Thomas Mun, die stelde dat wisselkoersen (noodzakelijk) evolueren op de maatslag van de handelsbalans en van wat men heden de "fundamentals" noemt. De economische en ideologische wortels van dit debat kan men lezen in de boeiende studie van J. Appleby. Economic Thought and Ideology in seventeenth-century England, Princeton, 1978.
- (22) Zie voor een recente analyse Th. Mayer, "David Hume and Monetarism" in The Quarterly Journal of Economics, augustus, 1980.
- (23) J. Frenkel & H. Johnson, The Monetary Approach to the Balance of Payments, Londen, 1977.

financiële stromen. De goederenstromen worden geregeerd door kostenverhoudingen en prijs-kwaliteitsrelaties. De financiële stromen worden gestuwd door andere krachten zoals verschillen in intrestvoeten, internationale geld- en kapitaalbewegingen, beursevoluties, enz. Door de graduele afbouw van de nationale beschotten is de westerse economie nu versmolten tot één grote markt : van goederen, diensten, kredieten, obligaties en kapitaalaandelen.

Merkwaardig bij deze kentering is wel het feit dat tijdens het jongste decennium de internationale financiële stromen veel omvangrijker zijn geworden dan de goederenstromen. De internationale goederenhandel bedroeg eind 1986 ongeveer 1.900 miljard dollar. Maar de financiële enveloppes die dwars door de nationale grenzen stromen (kredieten, directe investeringen, obligaties, aandelen, enz.) zijn nu vijftienmaal volumineuzer dan de handelsstromen.

De grote financiële centra verhandelen op één dag enorme bedragen verschillende valuta's. Volgens een recente studie van The Economist (24) is het "dagelijks" verhandelde valutavolume :

- Voor Londen de som van 90 miljard \$, met de volgende spreiding tussen de bilaterale verhouding tussen wisselkoersen : 30 % van het volume in \$/£ ; 14 % van het volume in \$/Y ; 28 % van het volume in \$/DM ; 9 % van het volume in \$/F.Fr ; en de rest in andere munten, waaronder de Ecu.
- Voor New York een totaal bedrag van 50 miljard \$, met volgende spreiding der transacties : 34 % in \$/DM ; 19 % in \$/£ ; 10 % in \$/F.Fr., enz.
- Voor Tokyo een totaal bedrag van 48 miljard \$ met 82 % van de transacties tussen \$/Y, enz.

Deze bedragen geven een idee van de enorme transactie-volumes aan valuta die op de grote financiële markten door de cambisten op de 220 marktdagen van het jaar verhandeld (verwisseld) worden. De valutamarkt is dus uitgegroeid tot de meest invloedrijke markt van de

(24) Zie "Survey of International Banking" in The Economist, 21 maart 1987.

internationale economie. Het is dus begrijpelijk dat de modaliteiten van prijsvorming in deze wisselkoersmarkt in het centrum van de belangstelling staan : bij beleidsverantwoordelijken, bankiers, financiële beleggers en practici, alsook bij theoretici (25).

In de theoretische literatuur wordt het krachtenveld waarin wisselkoersen evolueren op volgende wijze opgesplitst :

- a. De internationale goederenstroom of vraag en aanbod in de goederenmarkt. Deze stroom tussen de verschillende volkshuishoudingen wordt (op min of meer lange termijn) bepaald door (26) :
 - verschillen in de groeivoet van het nationale produkt ($g - g^*$) ;
 - verschillen in de produktiekosten, waaronder vooral loonverschillen ($w - w^*$) ;
 - verschillen in de prijzen van de internationaal verhandelde goederen ($p - p^*$) ; zij worden geacht de twee vorige zoals (g) en (w) te synthetiseren (27).

- (25) De theoretische literatuur over wisselkoersen is zeer volumineus. Een overzicht hiervan wordt in de volgende studies gegeven : R. McKinnon, "The Exchange Rate and Macroeconomic Policy : Changing Postwar Perceptions" in The Journal of Economic Literature, juni 1981 ; P. Bernholz, "Flexible Exchange rates in Historical Perspective" in Princeton Studies in International Finance, n° 49, juli 1982 ; A. Rabin & L. Yeager, "Monetary Approaches to the Balance of Payments and Exchange Rates" in Essays in International Finance, n° 148, november 1982 ; J. Williamson, The Exchange Rate System, I.I.E., Washington, 1983.
- (26) Het symbool zonder asterisk stelt de nationale waarde voor, het symbool met asterisk de internationale. De verschillende modellen maken nog een onderscheid tussen de stand in absolute waarden en tussen relatieve variatiecoëfficiënten.
- (27) Deze theorie van de internationale koopkrachtpariteit (purchasing power parity, of ppp) steunt op de veronderstelling van één open en vrije markt waar de prijs van een produkt naar éénzelfde waarde evolueert.

- b. De internationale geld- en kapitaalstroom. Deze is vooreerst veel beweeglijker dan (a) en wordt bepaald door :
- verschillen in de internationale rentestanden ($i - i^*$).
 - verschillen in de internationale krediet- en kapitaalbehoeften, b.v. onder impuls van rendementen en koersverschillen in de markten van investeringsfondsen, obligaties en aandelen.
 - budgetdeficits, privé spaarcapaciteit, enz.
 - de evaluatie van de markt in verband met de toekomstige evolutie van de wisselkoers.

De internationale wisselkoersevolutie is dus medebepalend voor de prijsvorming in de valutamarkt. Deze op het eerst tautologische opmerking maakt dat de wisselkoersmarkten zo complex en beweeglijk zijn.

Uiteraard worden de rol en de invloed van de in (a) en (b) vermelde variabelen op het krachtenveld van de wisselkoersmarkt verschillend ingeschat naargelang het perceptie- en/of participatiemilieu waartoe men behoort. Uiteraard staan in de theoretische literatuur de percepties van de theoretici centraal met relatieve verwaarlozing van de twee andere categorieën van actoren, met name de cambisten, de portfolio- en valutamanagers (wisselagenten) van financiële instellingen en andere ondernemingen. Ter verheldering van het wisselkoersdebat loont het de moeite de perceptie- en gedragsregels van deze drie groepen te verhelderen.

a. De theoretici

Van de drie groepen staan de theoretici in feite het verst af van het marktgebeuren. De hoofdstroom van de theoretische en/of econometrische literatuur over het wisselkoersgebeuren in de wisselkoersmarkt steunt op de nieuwe (neoklassieke) macro-economie die vooropstelt dat :

- de economische agenten zich laten leiden door rationele verwachtingen. Deze hypothese houdt in dat de economische agenten niet domweg extrapoleren van huidige signalen, trends en informatie, maar ook rekening houden met alle relevante factoren ;

CENTRUM VOOR
ECONOMISCHE STUDIE
E. Van Evenstraat 28
3000 LEUVEN

daarenboven laten zij zich niet verschalken, integendeel, zij doorzien reeds de feilen van marktverstoring beleid en kunnen de toekomstige gevolgen ervan inschatten. Alleen onvoorspelbare voorvallen brengen hen (tijdelijk) van hun maximeringspad (28).

- De tweede stelling van de nieuwe macro-economie luidt dat (alle) markten perfect werken. Flexiebele prijzen stemmen op ieder moment vraag en aanbod op elkander af.

Sinds een tiental jaren hebben heel wat valuta-theoretici op basis van deze stellingen hun modelredeneringen uitgesponnen. Met deze idyllische hypothesen is het een hele opgave om tot voor de werkelijkheid relevante onderzoeksresultaten te komen. Immers, de wisselkoersmarkt volgt wel zoals de beurs het ingewikkeld kluwen van de reële data (fundamentals) maar omwille van de onvoorspelbare factoren en speculatieve impulsen en falingen, reageert de markt hierop met vele uitschieters naar boven en naar onder ; dit soms voor langer dan verwacht. De expansie van de financiële bovenbouw en het intens wisselkoersverkeer dat veroorzaakt wordt door portfolieherschikkingen heeft de voorspelbaarheid vanuit de zogenaamde fundamentals verzwakt. Zo heeft het b.v. lang geduurd vooraleer de overwaardering van de dollar (1982-85) in de theoretische (fundamentalistische) literatuur als problematisch werd aanzien. Maar eens de dollar naar

-
- (28) Keynes zowel als de eerste generatie monetaristen van de jaren zestig (b.v. M. Friedman) stellen dat de toekomstige verwachtingen van de economische agenten steunen op de observaties van het verleden. Dit verschafft hen een zekere rigiditeit. De nieuwe macro-economie gaat van de veronderstelling uit dat de verwachtingen niet steunen op observatie van data, maar wel op een economische visie van rationele middelen-besteding (allocatieve optimalisering op basis van kennis en rationeel inzicht). In de Verenigde Staten behoren R. Lucas en Th. Sargent tot de voormannen van deze klassieke renaissance. Voor een overzicht, zie A. D'Autume, "Les anticipations rationnelles dans l'analyse macro-économique" in Revue Economique, maart 1986 en D. Begg, The Rational Expectations Revolution in Macroeconomics, Baltimore, 1982.

beneden gleed, en de beleidslieden het Louvre-akkoord met stabilisatie uitdachten, vonden vele theoretici de dollar nog te hoog.

b. De cambisten

De cambisten daarentegen staan in de turbulente stroedel van elke dag. Zij bevinden zich dagelijks midden in de 90 miljard grote wisselmarkt van Londen, in de 50 miljard van New York, en in de 48 miljard van Tokyo, enz. Zij kennen als beroepslui de algemene data en trends, maar reageren minder op de fundamentals dan op het ogenblikkelijke perspectief, met zijn ophefmakende beleidsverklaringen, zijn (valse en ware) geruchten, zijn speculatieve golven, en de langzame spijsvertering na uitschieters. Alhoewel de cambisten dagelijks de prijs van de valuta "zetten", verliezen zij het initiatief op langere termijn ten bate van de inbreng door professionele managers van portefeuilles en van financiële consultants.

c. De professionele beleggers en wisselkoersmanagers

De toename van de internationale kapitaalbewegingen en de internationalisering van beurzen en kapitaalmarkten hebben tot gevolg dat de beleggingsstrategie van de financiële managers insnijdende en uitschietende wisselkoersschommelingen kunnen verwekken; alsook langdurige trendafwijking van de fundamentals. Aanhoudende speculatieve golven blijven gelanceerd door grote institutionele beleggers en brengen soms heel wat deining in de valutamarkt, dit zowel in de zwakke als in de sterke muntmarkten. De professionele beleggers zien de beweging in de wisselkoersmarkt ook als een bron van winst voor hun uiteraard speculatieve beleggingen. Zij laten zich bij hun internationale kapitaalversassingen minder leiden door begrippen zoals "macro-efficiëntie der markten" dan door "optimering van wisselkoerswinst".

d. De officiële beleidslieden

De macro-economische politiek, waaronder vooral de financieel-monetaire beleidskoers van de kernlanden, beïnvloedt de eigen wisselmarkten, maar op indirecte

wijze ook deze van de overige partners, naargelang :

- een politiek van hoge of lage intrestvoet, of van krappe tegenover vlotte kredietverstrekking, enz. ;
- een beleid gericht op export (Japan, Duitsland) of op stimuli voor interne bestedingen (Verenigde Staten) ;
- fiscale en budgettaire opspanning of, integendeel fiscale ontspanning ;
- een beleid van export- en spaarsurplus tegenover minder aandacht voor dergelijke deficits, enz.

Na jaren van allerlei soorten fluctuering van wisselkoersen (vrije, beheerste, tewerkstelling- en exportgerichte, enz.) duidt het Louvre-akkoord op een terugslaan van de slinger. De wisselkoersen worden terug als officiële beleidsinstrumenten ervaren voor wiens evolutie de overheid mede verantwoordelijkheid draagt. Maar deze zorg kan niet worden waargemaakt zonder een grotere harmonisering in het macro-economisch beleid. Want zelfs dan, d.w.z. bij het doeltreffender afstemmen van het macrobeleid, zullen de speculatieve impulsen van de portfoliobeleggers blijven komen. Dit is de prijs die we betalen aan de vrije internationale kapitaalmarkt.

Het ogenblik lijkt ons gekomen om vanuit deze optiek een blik te werpen op het EMS.

2. Het Europees Muntstelsel

De ervaring van het EMS leert ons dat de stabilisatie, binnen vastgelegde brandbreedtes, niet zomaar van een leien dakje loopt. Begin 1979, bij de lancering van het EMS door Kanselier H. Schmidt en President Giscard d'Estaing was de officiële steun voor het nieuwe instrument maar matig. De leiding van de Bundesbank geloofde er niet in en Frankrijk trad na enkele tijd uit het akkoord, omdat het de discipline strijdig vond met de nationale (monetaire) autonomie. Om Italië erin te houden werd de gunst van een ruimere bandbreedte toegestaan. En Groot-Brittannië bleef erbuiten "in splendid isolation".

Bij de aanvang lagen de macro-economische beleidsopties van de leden ver uiteen. En bij ontstentenis van coördinatie in de geldvolumepolitiek, van het budgetbeleid, van de inflatiebestrijding, van de discontopolitiek, enz. wordt de verwezenlijking van een wisselkoersakkoord een zware dobber. De beginjaren waren hobbelig en er kwamen vele wisselkoerserschikkingen. Duitsland, dat binnen het EMS hetzelfde zwaargewicht vertegenwoordigt als de Verenigde Staten in de westerse economie, voerde na 1980 een beleid gericht op desinflatoire inbinding, budgettaire zuinigheid en exportpromotie. De DM begon zijn klim binnen de enge bandbreedte van het EMS en doorbrak vaak het plafond met een "officiële" opwaardering.

Tabel 12 : Opwaardering van de DM tegenover de EMS-munten (a)

Datum	Franse frank	Hollandse gulden	Ital. lire	Belg. Lux.fr.	Deense kroon	Ierse pond
24.09.79	2.0	2.0	2.0	2.0	5.0	2.0
30.11.79	-	-	-	-	5.0	-
23.03.81	8.8	-	8.8	5.5	5.5	5.5
22.02.82	-	-	-	9.3	3.1	-
14.06.82	10.6	-	7.2	4.3	4.3	4.3
21.03.83	8.2	1.9	8.2	3.9	2.9	9.3
21.07.85	-	-	8.5	-	-	-
04.01.86	-	-	-	-	-	8.0
16.01.87	3.0	-	3.0	1.0	3.0	3.0
Globale op- waardering	45.2	4.0	57.6	31.3	35.1	40.5

(a) In procent tegenover de spilkoers (ECU).

Bron : Bundesbank.

Uit tabel 12 blijkt dat bij het klimmen alleen de Nederlandse gulden gelijke tred heeft kunnen houden met de DM. Het EMS wordt soms een DM-zone genoemd. En inderdaad de dominante positie van het Duitse handelsvolume in de totale zone maakt van de DM de toonaangevende munt. In dergelijk wisselkoersakkoord is het zo dat de financiële politiek wordt bepaald door

het land van de dominante munt (die Leitwährung) die dan functioneert als richtsnoer voor de andere leden.

De Duitse politiek gericht op interne stabiliteit van de munt, gekoppeld aan een groeiend exportsurplus, verstevigde de DM tegenover de EMS-partners die herhaaldelijk in gebreke bleven tegenover het ritme vastgesteld door het land van de Leitwährung. Wie niet mee kon met het Duitse ritme van de inflatiedrukking of met de exportpolitiek, moest vroeg of laat zijn munt tegenover de DM devalueren. Dit is de reden waarom het verenigd Koninkrijk voorlopig buiten het EMS blijft. Maar ook omdat Mevrouw Thatcher het moeilijk kan nemen dat de rol van Leitwährung bezet is door de DM, met eventueel een tweederangsrol voor het pond.

De Duitse beleidslijn wordt door velen als "star" aangezien. En de Europese solidariteit van de Bondsrepubliek is niet meer wat ze was ten tijde van Konrad Adenauer. Het land evolueert terug naar een positie van Centraal-Europese mogendheid met nostalgische dromen over vereniging met de "broeders" over de grens.

Al bij al heeft de structuurdwang van het EMS-systeem een positief effect gehad : de harmonisering van het macro-economisch beleid van de partners is in stijgende lijn gegaan. Maar het systeem zelf is voor hervormingen vatbaar. En vroeg of laat moet het Britse pond zijn Europese roeping hard maken. Dit lijkt nu wel uitgesteld tot na de verkiezingen in Engeland.

3. Het dollardebat

Op 22 februari 1987 kwam het Louvre-akkoord tot stand tussen de G-5 dat de dollar-stabilisatie beoogde op een spilkoers van \$ = 1.82DM en \$ = 154Y. In het officieel communiqué was sprake van "monitoring" en "surveillance" op basis van objectieve indicatoren. Indien de marktwaarde te ver van hogervermelde spilwaarde afwijkt, wordt verwacht dat de financiële en monetaire instanties van de G-5 corrigerend optreden. Het is niet duidelijk of dit een tijdelijke pauze betekent in de (te) turbulente schommelingen van het jongste verleden, ofwel een begin wil maken in de

richting van wisselkoersmanagement.

De beleidslieden van de G-5 hebben zich dus uitgesproken over een streefkoers van de dollar : 1.8DM en 155Y. Maar zijn deze overeengekomen spilkoersen wel "correcte" koersen ? In wat voorafgaat hebben we erop gewezen dat het begrip "correct" op verschillende wijze geïnterpreteerd kan worden naar gelang de invalshoek van de analyst :

- a. Correct vanuit het standpunt van de verhouding tussen de internationale en nationale prijzen ; in de handelsbalansvisie zijn deze prijsverhoudingen determinerend voor de in- en uitgaande goederenstromen. Maar voor het geval van de V.S. is het duidelijk dat het handelsdeficit niet alleen door internationale prijsverhoudingen (ppp) werd (wordt) veroorzaakt, maar ook door de te hoge consumptiequote ; deze wordt nog opgedreven door het overheidsdeficit.
- b. Correct vanuit het standpunt van de kapitaalbalans. Ook in dit domein is het prijsverschil in kortlopend krediet en in langlopend kapitaal (intrestvoet) slechts ten dele belangrijk. Het internationale binnenstromende geld en kapitaal in de V.S. wordt wel aangetrokken door hogere Amerikaanse intrestvoeten. Maar de Amerikaanse intrestvoeten worden hoger gesteld dan deze in de twee surpluslanden (Japan en Duitsland) ondermeer omdat de VS-economie het surpluskapitaal van Japan en Duitsland nodig heeft om het deficit in de Amerikaanse kapitaalbalans te dichten. De dag dat de VS-economie haar macro-economische variabelen heroriënteert (de gezinnen meer sparen of minder consumeren ; de overheid idem) zal daar minder internationaal kapitaal nodig zijn, enz. De wisselkoers kan dus niet los gezien worden van het macro-economisch krachtenveld en van het spaar/investeringsgedrag der economische agenten.

Sinds het Louvre-akkoord is een dollardebat op gang gekomen met twee verschillende opties :

- de gangbare wisselkoersen op 22 februari 1987 worden als correct beschouwd en worden door de financiële

monetaire beleidsinstanties van de G-5 op dat niveau gestabiliseerd ;

- enkele vooraanstaande Amerikaanse economen komen daarentegen op voor een verdere daling van de dollarkoers.

De derde belangrijkste partij, met name de wisselkoersmarkt, heeft zich tot begin april 1987 min of meer aan de koers \$ = 1.82DM gehouden, maar de Japanse Yen is half-april 7 % hoger geklommen dan de Louvre-pariteit. Schematisch gezien staan in het dollardebat de partijen als volgt opgesteld.

In een studie gepubliceerd door de Amerikaanse investeringsbank Goldman, Sachs & Co., (haar zetel Londen) wordt de optiek, handelsbalans versus kapitaalbalans, concreet uitgewerkt :

- Op basis van internationale prijsverhoudingen begin 1987 berekenen zij de ppp-dollar koers tegenover drie internationale munten, met name, de Japanse Yen, het Engels pond en de Duitse mark.
- Op basis van een op middellange termijn houdbaar deficit in de Amerikaanse kapitaalbalans (± 6 % van het BNP) berekenen ze de zogenaamde Seer-dollar koers ; d.w.z. de "sustainable equilibrium exchange rate".

<u>Muntverhouding</u>	<u>SEER</u>	<u>PPP</u>	<u>Marktkoers(a)</u>
DM/\$	1.65	2.58	1.82
Y/\$	135	203	152
\$/£	1.66	1.29	1.53
DM/£	2.74	3.34	2.79
Y/£	224	259	234

(a) De wisselkoers geldend in de markt, eind februari 1987.

Bron : Paradox of the dollar, Goldman, Sachs & Co., Londen, maart 1987.

Volgens de studie van Goldman, Sachs & Co., is de dollar in de markt nu reeds ver beneden het ppp-niveau gedaald. Maar de stijgende afhankelijkheid van de VS-economie inzake kapitaalimport tegenover de surpluslanden werpt een schaduw op de vlotheid

waarmede, aan de huidige dollarkoers, nog internationale kapitalen naar de Amerikaanse financiële markten stromen. In de optiek van deze auteurs moet deze kapitaalimport afgeremd. Immers, bij handhaving van de marktkoers van eind februari (\$ = 152Y en \$ = 1.82DM) zou de Amerikaanse kapitaalimport verder aanzwellen tot buitensporige volumes.

De Amerikaanse kapitaalimport wordt voor het eind van 1987 op ongeveer 8 % van het nationaal produkt geraamd. De economische staf van het IMF voorziet bij gelijkblijvende verhoudingen zelfs een kapitaalimport van 10.2 % tegen 1988 en van 17 % tegen 1991 (29). Deze verhoudingen zijn problematisch voor de economie van de V.S., maar ook voor deze van de westerse partners. Vanuit de optiek kapitaalbalans gezien (wenselijke afremming van Amerikaanse kapitaalimport of de SEER-koers) moet de dollar volgens deze studie nog 10 % dalen.

Rimmer de Vries, hoofdeconoomist van de Morgan Guaranty Trust, is van mening dat de VS-dollar liefst nog 10 à 15 % moet dalen tegenover de munt van de overige kernlanden (30). Gelijklopende commentaren kan men lezen in studies afkomstig van grote instellingen zoals Chase Econometrics ; of invloedrijke academici zoals M. Feldstein, van Harvard ; ook R. Dornbusch en L. Thurrow van M.I.T. alsook J. Williamson van het Institute of International Economics (Washington).

Dus een groep van invloedrijke Amerikaanse economen achten een verdere daling van de dollarkoers ter orde van 10 à 15 % na het Louvre-akkoord als wenselijk. Maar in hun oordeel kan de wisselkoersaanpassing alleen geen evenwicht in de externe balansen brengen. Ook het uiteenlopend macro-economisch beleid van de V.S. en van overige kernlanden dient hierop afgestemd. Trouwens, een te bruske afbrokkeling van de dollar zou de internationale kapitaalverschaffers aan de VS-economie afschrikken. Het zou er een internationale liquiditeitsopdroging verwekken, met recessieve

(29) IMF World Economic Outlook, Washington, april 1987.

(30) "The G-5 communiqué : an appraisal" in World Financial Markets, febr./maart, 1987.

gevolgen. De uitzuivering van de Amerikaanse onevenwichten (afbouw van het deficit in het sparen, het overheidsbudget en de handelsbalans) zal dus geleidelijk moeten gaan, in overleg met de overige kernlanden.

De vermindering van het Amerikaanse deficit in de handelsbalans van 170 miljard \$ naar b.v. 50 miljard zal een internationale "handelsverlegging" verwekken van 120 miljard, d.w.z. van ongeveer 6 % van de wereldhandel. Ook dit vergt aanpassingstijd.

VIII. TOEKOMSTPERSPECTIEF

De nieuwe macro-economie die zich sinds een decennium profileert als opvolgster van het Keynesiaanse denken, steunt op het paradigma van de rationele verwachtingen (gedragingen) der economische agenten, die ageren in efficiënt werkende (d.w.z. evenwichtsbrengende) markten : in de reële sector en in de financiële bovenbouw. Maar eens men de ivoren toren van deze theorie verlaat en overstapt naar de werkelijkheid, reveleert dit paradigma zich als te wereldvreemd om als vruchtbare ingang te dienen bij de analyse van en de beleidsformulering voor het economisch gebeuren.

De transnationale vervlechting van de volkshuishoudingen en de dynamische terugkoppelingen tussen reële sfeer en financiële bovenbouw maken het globaal krachtenveld van onze open economieën tot een ingewikkeld en vaak onoverzichtelijk kluwen. Het axioma van de rationele economische agenten die op basis van "overzichtelijke" informatie hun gedrag optimaliseren en hierdoor ook nog de markten in evenwicht brengen staat wel lijnrecht tegenover de hier ontlede onevenwichten. Het is juist dat de economische agenten hun eigenbelang nastreven ; maar de stelling dat dit leidt tot evenwicht der markten en tot macro-economische coherentie, is niet alleen vanuit de feiten maar ook op theoretische basis aanvechtbaar.

Met de beperkte en soms verkeerd geduide kennis en informatie waarover de miljoenen huismoeders,

investeerders, cambisten, portfoliobeleggers, werkzoekenden, exporteurs, importeurs, wisselagenten, enz. beschikken, kan het ingewikkeld economisch kluwen wel tot efficiënte "deelmarkten" komen, maar niet tot macro-economische coherentie en tot globaal evenwicht.

Op theoretisch vlak lijkt ons de post-keynesiaanse visie op de trage en onvolkomen werking der markten realistischer dan deze van de neoklassieke macro-economie. Deze laatste werkt met een mechanistisch tijdsbegrip. De post-keynesianen werken met het axioma van de "historische", d.w.z. de werkelijke tijd. De aanpassing der markten en economische kringlopen verloopt er niet volgens stochastisch gespreide evenwichten maar volgens onevenwichtig en vaak traag evoluerende "verteringsprocessen". Het axioma is "onzekerheid" tegenover het risiconemen en niet perfecte (rationele) kennis (31).

Teneinde de onevenwichten in toom te houden is een corrigerende hand op nationaal en op internationaal vlak nodig. Na tien jaar turbulent zweven van wisselkoersen en intrestvoeten, met in hun kielzog enorme onevenwichten tussen de kernlanden (alsook tussen het centrum en de periferie) zijn de beleidslieden misschien nu meer gemotiveerd voor harmonisering en samenwerking.

Op het vlak van het beleid zou meer macro-economische samenwerking tussen de kernlanden een stap in de richting van efficiëntere deelmarkten kunnen betekenen.

1. De VS-economie heeft zich in een behoefte aan kapitaalimport gemanoeuvreerd : met een spaarquote die te laag ligt, met een consumptiequote die te weelderig is, met een budgetdeficit dat het extern onevenwicht blijft voeden. Het recept van de IMF-staf ter heling van deze onevenwichten is gekend : de riem aantrekken ter versobering. Maar ook het intellectuele en politieke Amerika heeft reeds

(31) S. Dow, "Post-Keynesian monetary Theory for an open Economy", in Journal of Post-Keynesian Economics, winter, 1986-87 en J. Mistral, "Keynésianisme : le retour du balancier ?" in Revue Française d'Economie, n° 2, 1986.

- afscheid genomen van Reagan als trendsetter (32).
2. Japan trekt de internationale kringlopen uit de haak : met zijn combinatie van onderconsumptie, met zijn enorm spaarsurplus en met zijn mercantilistische obsessie voor exportsurplussen. Japan heeft de Amerikaanse markt veroverd en wordt steeds maar sterker in Europa. Het land heeft zich ook ontpopt als exuberante kapitaalexporteur. Sinds 1982 hebben Japanse spaargelden de Amerikaanse beurs bevrucht ; nu glijden deze in stijgende mate af naar Europa. Voor Japan luidt het recept : opening van de (interne) markt voor buitenlandse mededinging en een weelderiger consumptiequote. Een herschikking van het beleid is dus nodig om een "Japanse" crisis te vermijden.
 3. In Europa floreren de beurzen, mede door de verruiming van het beursgaand publiek. Men beleeft het ontluiken van een volkskapitalisme. Maar de ondernemingen lanceren te weinig nieuwe investeringsimpulsen. De hoge graad van werkloosheid ontsiert onze welvaartsstaten. Op macro-economisch vlak heeft de Bondsrepubliek zich recentelijk te star opgesteld. Het is wenselijk dat de dominante economie van het EMS de teugels wat zou vieren.

Volgens de beursindex van de Financial Times is de globale marktwaarde van het beurspapier der westerse volkshuishoudingen toegenomen met 28 % op de korte tijdspanne van 30 december 1986 tot 15 april 1987. De impulsen kwamen vooral van de beurzen in Tokyo en New York. Spurten van dergelijke afmeting zijn

-
- (32) De voormalige economische raadgever van de President, met name M. Feldstein is niet spaarzaam met zijn kritiek op de fiscale improvisatie van Reaganomics : "The experience since 1981 has not been kind to the claims of the supply-side extremists that an across-the-board reduction in tax rates would spur unprecedented growth, reduce inflation painlessly, increase tax revenue, and stimulate a spectacular rise in personal saving. Each of those predictions has proven wrong", M. Feldstein, "Supply-side economics : old truths and new claims" in The American Economic Review, mei, 1986.

uitzonderlijk na jaren hausse-beweging op de beurs. Uit de twee vorige hoogconjuncturen valt niet veel te leren. De afloop was te verschillend : de beursgolf van 1925-29 eindigde met een financiële crisis, maar de hausse-golf van 1953-58 was de wegbereidster van vijftien jaar exuberante groei in de reële sector. Laat ons hopen op een herhaling van het laatstgenoemd scenario.

De enorme onevenwichten volgend uit de tweede wereldoorlog werden weggewerkt door beleidslieden en ondernemers met visie. Het huidig bakkeleien van het centrum over de schuldenberg van de periferie, alsook het gebrek aan enthousiasme van de hedendaagse beleidslieden voor een harmonieuze politiek daarentegen, blijft beneden de maat. Voor heling van de onevenwichten en voor het lanceren van nieuwe groeikansen worden meer durf en visie gevraagd. Aan de Europese kernlanden wordt nu een kans geboden om hierin voorop te gaan.